



NORGES BANK

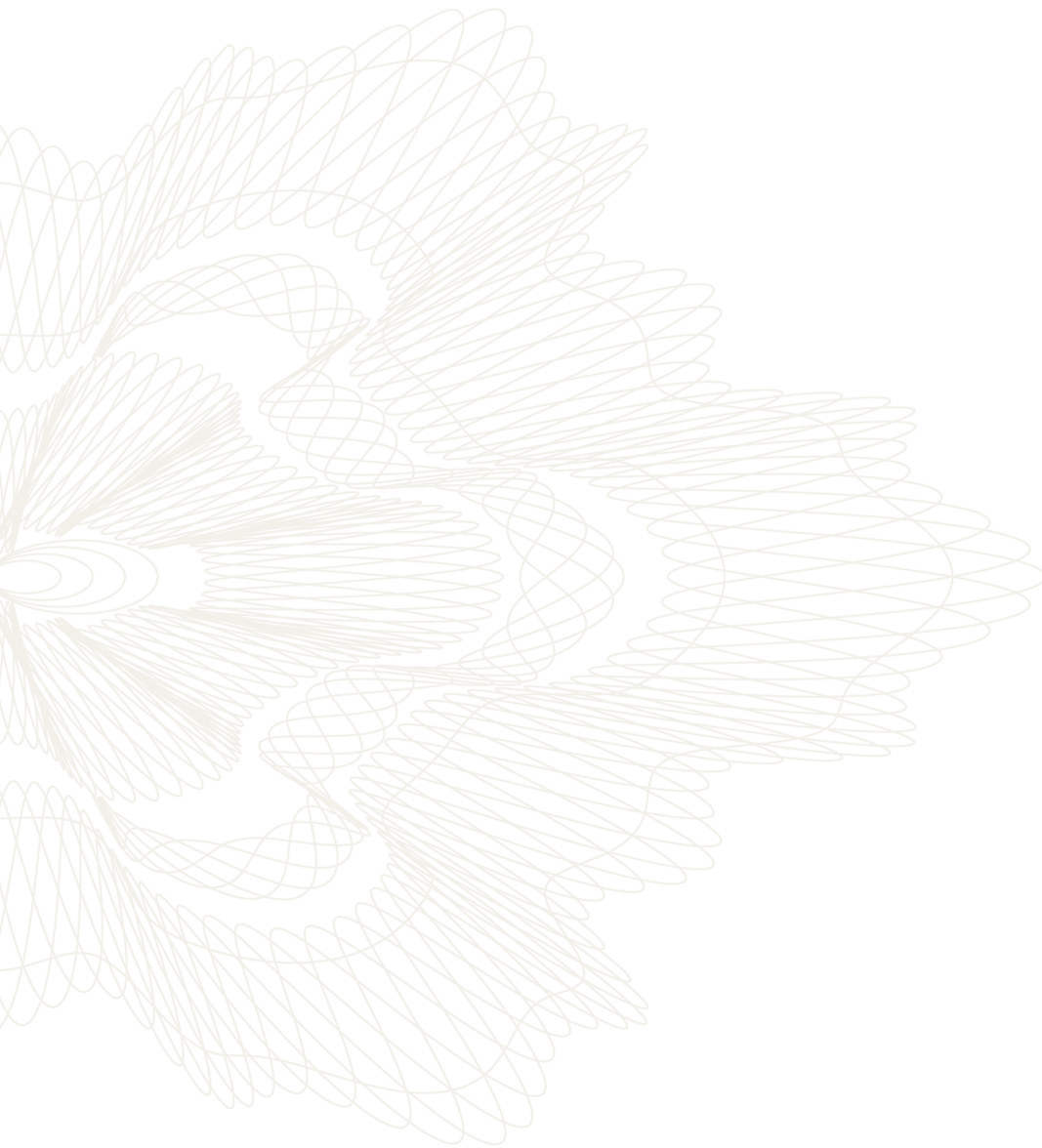
Pengepolitisk rapport

1 | 10  
mars

Norges Banks rapportserie nr. 1-2010



Pengepolitisk rapport  
1/2010



Norges Bank

Oslo 2010

Adresse: Bankplassen 2

Post: Postboks 1179 Sentrum, 0107 Oslo

Telefon: 22316000

Telefaks: 22413105

E-post: [central.bank@norges-bank.no](mailto:central.bank@norges-bank.no)

Internett: <http://www.norges-bank.no>

Sentralbanksjef: Svein Gjedrem

Visesentralbanksjef: Jan F. Qvigstad

Ansvarlig redaktør: Svein Gjedrem

Omslag og grafisk utforming: Burson-Marsteller

Trykk: 07 Lobo Media AS

Teksten er satt med 10½ pkt. Times New Roman / 9½ pkt Univers

ISSN 1504-8489 (trykk)

ISSN 1504-8500 (online)

## Pengepolitisk rapport

Rapporten blir lagt fram tre ganger i året, i mars, juni og oktober/november. Rapporten vurderer utsiktene for renten og inneholder anslag for utviklingen i norsk økonomi og utdypinger av særskilte temaer.

I møtet 3. desember diskuterte hovedstyret aktuelle temaer til rapporten. I møtet 11. mars drøftet hovedstyret de økonomiske utsiktene. På grunnlag av denne drøftingen og en tilråding fra bankens ledelse vedtok hovedstyret i møtet 24. mars en pengepolitisk strategi for perioden fram til neste rapport legges fram 23. juni 2010. Hovedstyrets vurdering av de økonomiske utsiktene og strategien for pengepolitikken er gjengitt i kapittel 1. I perioden fram til neste rapport er det rentemøter i hovedstyret 5. mai og 23. juni.

# Innhold

Leder	7
1. Pengepolitiske vurderinger og strategi	8
Den økonomiske situasjonen	8
Utsiktene fremover og pengepolitiske vurderinger	11
Usikkerhet i anslagene	15
Oppsummering	19
Hovedstyrets strategi	20
Rammer:	
- Endring i anslagene fra Pengepolitisk rapport 3/09	16
- Nivået på den normale renten	21
2. Nærmere om anslagene	23
Internasjonal økonomi	23
Norsk økonomi det neste året	25
Forutsetninger om finanspolitikken og petroleumsinvesteringene fra 2010 til 2013	31
Utdyping:	
- Etterprøving av anslagene for 2009	35
Vedlegg	40
Oversikt over utdypinger 2006 – 2010	41
Oversikt over publikasjoner i 2009 – 2010 på Norges Banks nettsider	42
Oversikt over bedrifter og virksomheter i Regionalt nettverk	44
Oversikt over rentemøter i Norges Bank	49
Tabeller og detaljerte anslag	50

Rapporten er basert på informasjon fram til og med 18. mars 2010.

Den pengepolitiske strategien i kapittel 1 ble vedtatt av hovedstyret 24. mars 2010.

## Pengepolitikken i Norge

### Mål

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent.

### Gjennomføring

Norges Bank legger til grunn at inflasjonsstyringen skal være fleksibel, slik at både variasjon i inflasjon og variasjon i produksjon og sysselsetting tillegges vekt. Det tas i utgangspunktet ikke hensyn til direkte effekter på konsumprisene som skyldes endringer i rentenivået, skatter, avgifter og særskilte, midlertidige forstyrrelser.

Pengepolitikken virker med et tidsetterslep. Norges Bank setter renten med sikte på å stabilisere inflasjonen nær målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.

### Beslutningsprosess

Hovedstyret blir forelagt og drøfter hovedlinjene i Pengepolitisk rapport i et møte om lag to uker før rapporten publiseres. Aktuelle temaer til rapporten har vært diskutert i et tidligere møte. På bakgrunn av analysene og diskusjonen vurderer hovedstyret konsekvensene for den fremtidige renteutviklingen, herunder alternative strategier. Endelig vedtak om en pengepolitisk strategi fattes samme dag som rapporten offentliggjøres. Strategien gjelder for perioden fram til neste rapport og er gjengitt bakerst i kapittel 1 i rapporten.

Renten fastsettes av Norges Banks hovedstyre. Vedtak om renten vil normalt bli truffet i hovedstyrets rentemøter hver sjette uke. Analysene og den pengepolitiske strategien er, sammen med den løpende vurderingen av pris- og kostnadsutsiktene og forholdene i penge- og valutamarkedene, et grunnlag for beslutninger om styringsrenten.

### Formidling av rentebeslutningen

Utfallet av rentemøtet blir offentliggjort i en pressemelding kl 14.00. Samtidig offentliggjøres notatet "Hovedstyrets begrunnelse for rentebeslutningen", der det gjøres rede for både de vesentlige trekk ved utviklingen i økonomien som har fått betydning for beslutningen om renten og for hovedstyrets avveininger. Banken holder pressekonferanse kl 14.45 samme dag. Pressemeldingen, hovedstyrets begrunnelse for rentebeslutningen og pressekonferansen er tilgjengelig på [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no).

### Rapportering

Norges Bank rapporterer om gjennomføringen av pengepolitikken i Pengepolitisk rapport og i årsberetningen. Bankens rapporteringsplikt har sin bakgrunn i grunnlovens §75c om at Stortinget skal føre tilsyn med rikets pengevesen, og i sentralbanklovens §3. Årsberetningen blir sendt til Finansdepartementet, forelagt Kongen i statsråd og meddelt Stortinget i regjeringens kredittmelding. Sentralbanksjefen redegjør for pengepolitikken i en åpen høring i Stortingets finanskomité i forbindelse med behandlingen av kredittmeldingen.

## Leder

### Gradvis økning av renten

I arbeidet med denne rapporten har vi gjennom vårt regionale nettverk vært i kontakt med 600 bedrifter og virksomheter. Hovedinntrykket er at produksjonen nå stiger, men veksten er ikke høy, og i noen bransjer er det fortsatt nedgang. Aktivitetsnivået er nok nå noe under det vi ventet i fjor høst. Lønnsveksten ser også ut til å bli mindre enn antatt, og inflasjonen kan bli noe lavere enn vi har trodd.

Ute er det sterk vekst i Asia, men i Europa er oppsvinget bare moderat. Våre nærmeste naboland har hatt en nokså svak utvikling den siste tiden. Raskt økende statsgjeld har ført til ny usikkerhet om utviklingen, og noen land har begynt å stramme inn finanspolitikken. Lave renter har bidratt til å holde aktiviteten oppe. Siden i høst har forventninger til renteøkninger i Europa og USA blitt skjøvet ut i tid, og den norske kronen har vært sterkere enn ventet.

Vi satte styringsrenten opp med til sammen 0,50 prosentenheter mot slutten av fjoråret. Hovedstyrets strategi er at styringsrenten bør ligge i intervallet 1½–2½ prosent fram til neste rapport legges fram 23. juni med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Sammenlikner vi de siste to rapportene, er det ikke store variasjoner i prognosene. Slik vi nå ser det, kommer renteoppgangen noe senere enn vi ventet sist høst, mer på linje med utsiktene sist sommer. Anslagene i denne rapporten innebærer at styringsrenten settes opp til rundt 2½ prosent omkring årsskiftet og videre opp mot et mer normalt nivå.

Jan F. Qvigstad  
24. mars 2010

# 1 Pengepolitiske vurderinger og strategi

## Den økonomiske situasjonen

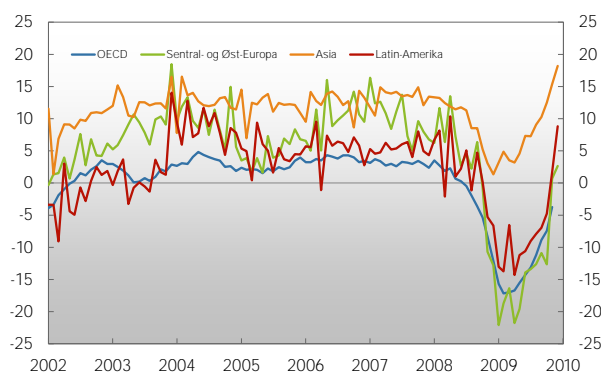
Den mest akutte fasen av krisen i verdensøkonomien ser ut til å være over. I de fleste deler av verden er det nå igjen vekst i produksjonen, og oppgangen har vært sterkest i de fremvoksende økonomiene i Asia, se figur 1.1. Det ser likevel ut til at oppsvinget i industrilandene bare blir moderat. Mange land vil fortsatt preges av mye ledig produksjonskapasitet fremover.

Krisen har skapt nye ubalanser som vil dempe oppgangen. I mange land er underskuddene i statsfinansene store, og statsgjelden vokser raskt. Høyere risikopremier på statsobligasjoner har gitt økte lånekostnader for enkelte stater. Underskuddene har økt mye på grunn av redusert skatteinntang og tiltak for å holde aktiviteten oppe, men også fordi myndighetene har støttet bankene. Gjeldsveksten kan bli selvforsterkende hvis ikke skatteinntektene øker eller utgiftene faller raskt nok. Det vil trolig ta flere år å få ned statsgjelden i USA og mange europeiske land.

Selv med kraftige skattelettelser, sterk vekst i offentlige utgifter og lav rente har arbeidsledigheten økt mye både i USA og Europa. I mange land har ledigheten vokst med 3–4 prosentenheter, se figur 1.2. Det er fare for at ledigheten vil få mer varig feste, kanskje særlig i Europa.

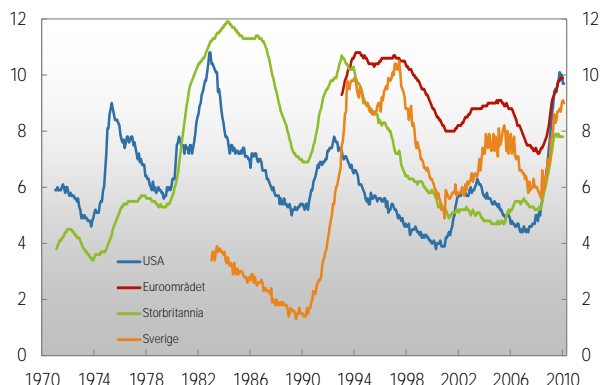
Råvareprisene falt kraftig høsten 2008. Det ga svært lav inflasjon i de fleste landene gjennom fjoråret. Råvareprisene har nå tatt seg opp igjen, og inflasjonen har tiltatt, men inflasjonsforventningene har holdt seg stabile. Ledig kapasitet og høy arbeidsledighet vil likevel bidra til lav prisstigning de nærmeste årene. For våre handelspartnere venter vi at konsumprisveksten blir 1½ prosent i år og rundt 1¾ prosent i 2012.

Figur 1.1 Industriproduksjon i OECD og fremvoksende regioner.<sup>1)</sup> Tolv måneders vekst. Prosent. Januar 2002 – desember 2009



1) Vektet med BNP-vekter (PPP). Se *Aktuell kommentar 8/2009* for hvilke land som inngår i de ulike regionene  
Kilder: IMF, Thomson Reuters og Norges Bank

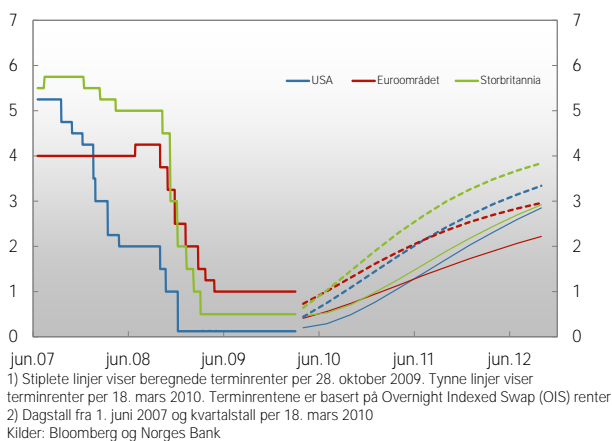
Figur 1.2 Arbeidsledighet. Andel av arbeidsstyrken. Prosent. Sesongjustert. Januar 1970 – februar 2010



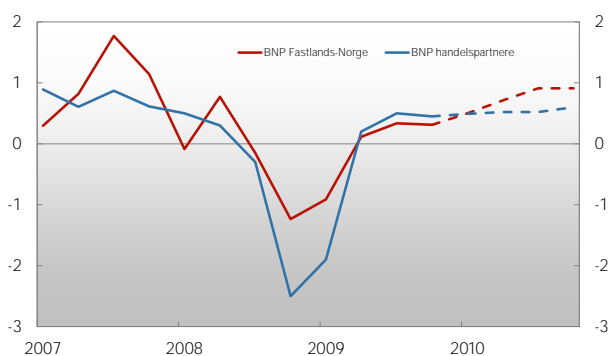
Kilde: Thomson Reuters



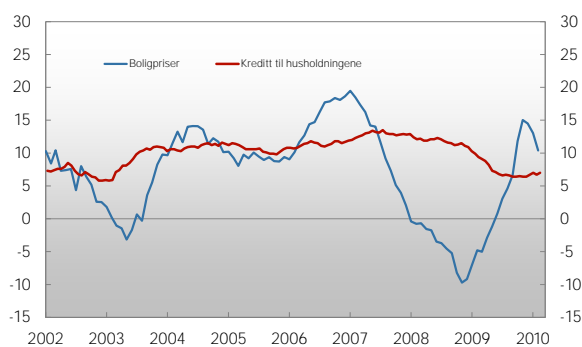
Figur 1.3 Styringsrenter og beregnede terminrenter per 28. oktober 2009 og 18. mars 2010.<sup>1)</sup> Prosent. 1. juni 2007 – 31. desember 2012<sup>2)</sup>



Figur 1.4 BNP-vekst fra forrige kvartal. Norge og handelspartnere. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2010<sup>1)</sup>



Figur 1.5 Kreditt til husholdningene<sup>1)</sup> og vekst i boligpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2002 – februar 2010<sup>2)</sup>



Handelspartnernes terminrenter har falt markert siden forrige pengepolitiske rapport. Ubalanser knyttet til høy arbeidsledighet og høy gjeld i enkelte land har dempet vekstforventningene. Samtidig har Kina strammet til i den økonomiske politikken og satt i verk tiltak for å bremse bankenes utlånsvekst.

Styringsrenten er nær null i mange land. Flere sentralbanker signaliserer at renten vil holdes lav lenge, og forventede styringsrenter ute har falt i høst og vinter. Markedsaktørene venter en oppgang i styringsrentene først mot slutten av året i USA, euroområdet og Storbritannia, se figur 1.3. Sveriges Riksbank venter at første renteheving kan komme til sommeren og at renten deretter langsomt kan settes opp. I Norge venter markedsaktørene fortsatt oppgang i styringsrenten, men renteforventningene har falt markert og ligger nå under anslaget fra forrige pengepolitiske rapport.

Aksjemarkedene har steget om lag 60–70 prosent siden bunnen ble nådd i begynnelsen av mars i fjor. Oslo Børs nådde en topp rundt nyttår, men falt noe tilbake de to første månedene i år, blant annet på bakgrunn av uroen i markedene for statsobligasjoner. Samlet ligger kursene på Oslo Børs likevel rundt 13 prosent høyere enn i slutten av oktober.

Spotprisen på olje (Brent Blend) har ligget rundt 70–80 dollar per fat siden forrige rapport. Prisen understøttes av oppgangen i de fremvoksende økonomiene. Samtidig har OPEC begrenset sin produksjon. Oljelagrene i OECD-landene er fremdeles høye, og det er mye ledig produksjonskapasitet i OPEC-landene. Prisen for levering om ett år er om lag 83 dollar.

Terminprisene tyder på noe vekst også i andre råvarepriser fremover. Siden forrige rapport har metallprisene steget som følge av bedre utsikter for verdensøkonomien, men de er fortsatt en del lavere enn sommeren 2008.

Veksten i norsk økonomi stoppet opp høsten 2008, og tidlig i 2009 gikk Norge inn i en lavkonjunktur. BNP for

Fastlands-Norge falt med 1½ prosent i 2009. Nedgangen ser ut til å ha stoppet i annet kvartal i fjor. Kapasitetsutnyttningen er lavere enn normalt, men lavkonjunkturen ser ut til å bli relativt mild, se figur 1.4.

Den kraftige rentenedgangen har sammen med økte offentlige utgifter og høye oljeinvesteringer bidratt til å holde aktiviteten oppe. Informasjon siden forrige rapport tyder på at oppgangen i norsk økonomi fortsetter. Bedriftene i Norges Banks regionale nettverk melder om moderat vekst, men det er stor forskjell mellom sektorene. Det er særlig vekst i tjenesteytende næringer, mens aktiviteten fortsatt er lav i industrien og i bygg og anlegg. Eksporten har tatt seg opp etter at verdenshandelen økte tidligere og noe sterkere enn ventet. Privat konsum økte litt mindre enn ventet i annet halvår. Husholdningenes sparerate økte markert i 2009 og var ved utgangen av året på sitt høyeste nivå siden slutten av 1970-tallet. Boligprisene har vært noe høyere enn ventet, men falt litt i februar. Kredittveksten til husholdningene har de siste månedene vært relativt stabil på 6–7 prosent, se figur 1.5.

Under finanskrisen økte forskjellen mellom pengemarkedsrenten og styringsrenten. Høsten 2008 var påslaget oppe i 2 prosentenheter. Siden har påslaget avtatt og ligger nå rundt 0,4 prosentenheter, se figur 1.6. Det er i tråd med hva vi la til grunn i forrige pengepolitiske rapport. Norges Bank hevet styringsrenten i to omganger med til sammen 0,50 prosentenheter i fjerde kvartal i fjor. Utslaget i bankenes utlånsrenter har så langt vært noe mindre. Gjennomsnittlig utlånsrente til publikum økte med 0,09 prosentenheter fra tredje til fjerde kvartal, men renteøkningen i desember vil trolig først slå ut i år. Vektet utlånsrente på boliglån har økt med 0,24 prosentenheter siden styringsrenten ble satt opp første gang i oktober, se figur 1.7.

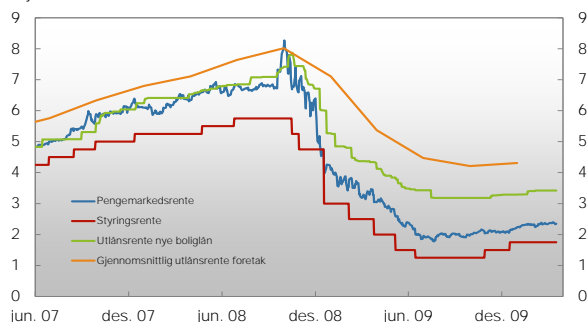
Rentedifferansen overfor våre handelspartnere har økt. Differansen for tremåneders pengemarkedsrente er nå 1,7 prosentenheter. Det er 0,3 prosentenheter høyere enn ved forrige pengepolitiske rapport.

Figur 1.6 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventninger om styringsrenten i markedet. Prosentenheter. 5-dagers glidende gjennomsnitt. 1. juni 2007 – 18. mars 2010



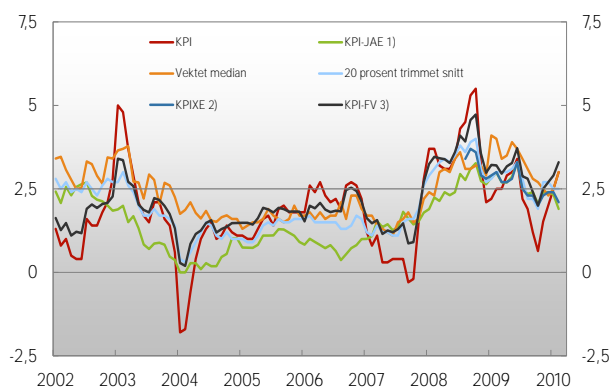
Kilder: Bloomberg, Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.7 Styringsrente, pengemarkedsrente<sup>1)</sup>, vektet utlånsrente fra bankene på nye lån<sup>2)</sup> og gjennomsnittlig utlånsrente for foretak<sup>3)</sup>. Prosent. 1. juni 2007 – 18. mars 2010



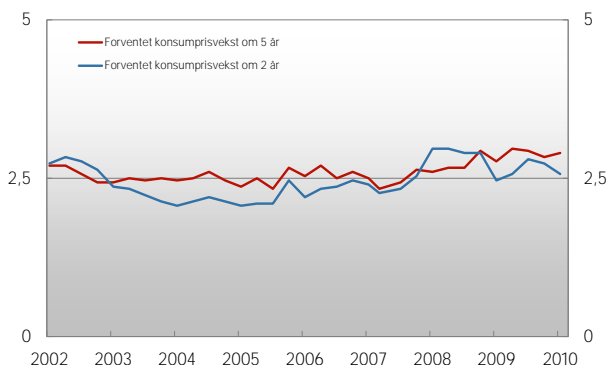
1) Tremåneders NIBOR (effektiv)  
2) Renter på nye boliglån på 1 million kroner innenfor 60 prosent av kjøpesum med flytende rente. Tall for de 20 største bankene, vektet etter markedsandeler  
3) Ikke-finansielle foretak. 2. kv. 2007 – 4. kv. 2009  
Kilder: Norsk familieøkonomi AS, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.8 Konsumpriser. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2002 – februar 2010



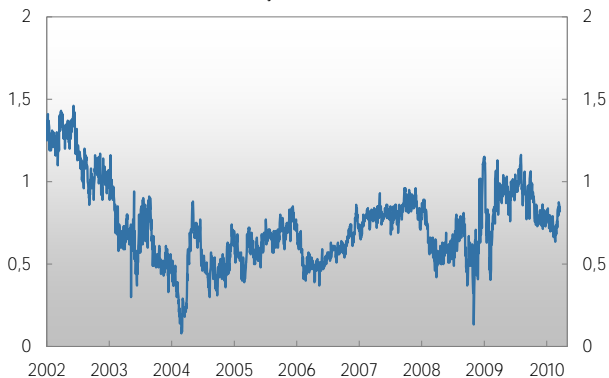
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. KPIXE er en realtidsserie. Se *Staff Memo 7/2008* og *3/2009* fra Norges Bank for omtale av KPIXE  
3) KPI justert for frekvens av prisendringer. Se *Aktuell kommentar 7/2009* fra Norges Bank for omtale av KPI-FV  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.9 Forventet konsumprisvekst om to og fem år.<sup>1)</sup>  
Prosent. 1. kv. 2002 – 1. kv. 2010



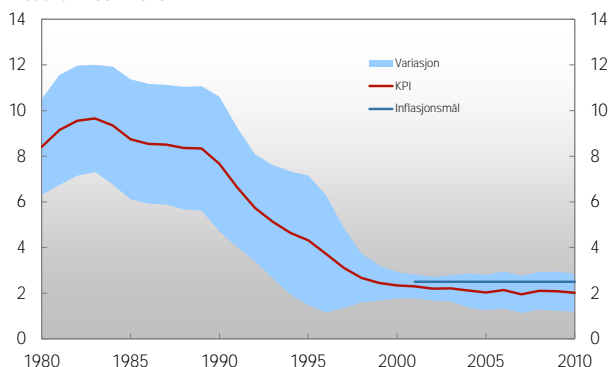
1) Gjennomsnitt av forventningene til arbeidslivsorganisasjoner og økonomer i finansnæringen og akademien  
Kilder: TNS Gallup og Perduco

Figur 1.10 Differansen mellom femårs terminrenter om fem år i Norge og euroområdet. Prosentenheter. 1. januar 2002 – 18. mars 2010



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.11 Inflasjon. Glidende tiårs gjennomsnitt<sup>1)</sup> og variasjon<sup>2)</sup> i KPI<sup>3)</sup>. Prosent. 1980 – 2010



1) Det glidende gjennomsnittet er beregnet 10 år tilbake  
2) Båndet rundt KPI er variasjonen i KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer i snittperioden, målt ved +/- ett standardavvik  
3) I beregningen er anslag for KPI fra denne rapporten lagt til grunn  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Kronekursen har vært nokså stabil gjennom vinteren. Kursen er likevel noe sterkere enn vi anslo i oktober. Målt ved den importveide kronekursen (I-44) har kronen styrket seg med om lag 1 prosent siden forrige rapport ble lagt fram.

I Norge har ulike mål på den underliggende prisveksten vært nær 2½ prosent de siste månedene, se figur 1.8. Lavere lønnsvekst, redusert kapasitetsutnyttning og lav internasjonal prisvekst har motvirket effektene av høyere energipriser og av kronesvekkelsen høsten 2008. Siden forrige rapport har de ulike målene på underliggende prisstigning vært om lag som ventet. Energiprisene i konsumprisindeksen (KPI) har derimot steget mer enn lagt til grunn i forrige rapport.

Ifølge Perducos forventningsundersøkelse oppjusterte de fleste grupper sine langsiktige inflasjonsforventninger i første kvartal etter at de hadde avtatt noe i fjerde kvartal i fjor. Prisstigningen om fem år ventes å være om lag 3 prosent, se figur 1.9. Inflasjonsforventningene blant aktørene i finansmarkedene kan også avledes fra forskjellen mellom Norges og euroområdets forventede 5-års renter om 5 år. På grunn av høyere inflasjonsmål i Norge vil denne langsiktige rentedifferansen normalt ligge i området ½–1 prosentenheter, avhengig av risikopremiene i obligasjonsmarkedet. Differansen har de siste månedene ligget i dette leiet, se figur 1.10. Det tyder på at de langsiktige inflasjonsforventningene for Norge er nær 2,5 prosent.

## Utsiktene fremover og pengepolitiske vurderinger

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. De siste 10 årene har inflasjonen i gjennomsnitt vært noe lavere, men nær 2,5 prosent, se figur 1.11. Fra 2003 var konsumprisveksten gjennomgående noe lavere enn målet, og pengepolitikken var da innrettet med sikte på å bringe inflasjonen opp. I 2007 og 2008 tiltok prisveksten og kom noe over målet, se figur 1.8. Renten ble gradvis satt opp til et mer normalt nivå. En inflasjon nær målet og godt forankrede inflasjonsforventninger var vesentlig for at pengepolitikken skulle

virke effektivt da styringsrenten ble satt mye ned fra høsten 2008 og fram til sommeren 2009.

Styringsrenten ble redusert for å motvirke at inflasjonen skulle falle for langt under målet og for å dempe utslagene av den internasjonale lavkonjunkturen på norsk økonomi. Fram mot oktober i fjor var utviklingen i norsk økonomi mer positiv enn vi ventet i juni. Også i andre land var det en gryende optimisme, og renteforventningene steg. Prognosen for styringsrenten ble justert opp, og våre analyser tilsa at styringsrenten gradvis kunne økes til rundt 2 prosent i første halvdel av 2010. I fjerde kvartal i fjor ble styringsrenten økt med i alt 0,50 prosentenheter til 1,75 prosent.

Fram mot årsskiftet og senere har utviklingen vært mer blandet. Den underliggende prisveksten er nå i underkant av målet, og det er utsikter til at prisveksten vil falle noe mer i løpet av 2010 enn vi anslo i oktober. Veksten i norsk økonomi ser ut til å ha blitt noe lavere enn vi tidligere ventet mot slutten av fjoråret og inn i 2010. Det har trolig bidratt til at kapasitetsutnyttingen nå er noe lavere enn vi så for oss i høst. Med disse utsiktene tilsier både hensynet til å holde veksten i konsumprisene nær inflasjonsmålet og hensynet til en stabil utvikling i produksjon og sysselsetting at renten holdes lav en tid fremover.

Det lave rentenivået hos våre handelspartnere trekker også det norske rentenivået ned. Markedsaktørene har igjen nedjustert sine renteforventninger. En markert høyere rentedifferanse mot utlandet ville trolig i en periode føre til en sterkere krone. En kraftig styrking av kronkursen ville gjøre det vanskelig å bringe inflasjonen opp mot målet innenfor en rimelig tidshorison. En sterk krone vil også kunne føre til lavere aktivitet i konkurranseutsatte næringer og dermed lavere kapasitetsutnyttning i norsk økonomi.

På den annen side har boligprisene økt mye siden bunn i november 2008, og de er nå høyere enn toppnivået fra juni 2007. Gjeldsveksten til husholdningene har vært stabil rundt 6–7 prosent de siste månedene. Hensynet til å gardere oss mot risikoen for gjeldsoppbygging med brå tilpasninger som kan forstyrre aktiviteten og inflasjonen

## Kriterier for en god rentebane

Det operative målet for pengepolitikken er lav og stabil inflasjon med en årsvekst i konsumprisene som over tid er nær 2,5 prosent. Følgende hovedkriterier bør være oppfylt for prognosen for den fremtidige renteutviklingen:

1) Renten bør settes slik at inflasjonen stabiliseres nær målet på mellomlang sikt. Den aktuelle horisonten vil avhenge av forstyrrelsene økonomien er utsatt for og hvordan de vil virke inn på forløpet for inflasjon og realøkonomi fremover.

2) Rentebanen bør gi en rimelig avveining mellom forløpet for inflasjonen og forløpet for kapasitetsutnyttingen.

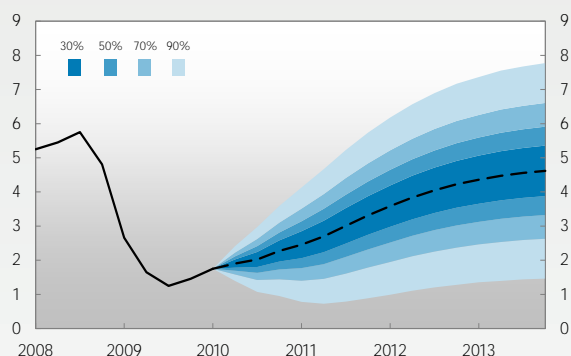
I avveilingen tas det hensyn til at formuespriser som eiendomspriser, aksjekurser og kronkursen også kan påvirke utsiktene for produksjon, sysselsetting og inflasjon. Under forutsetning av at kriteriene over er oppfylt, er følgende tilleggskriterier til nytte:

3) Utviklingen i renten bør gi en akseptabel utvikling i inflasjon og produksjon også med alternative, men ikke urealistiske forutsetninger om den økonomiske utviklingen og økonomiens virkemåte.

4) Renten bør normalt endres gradvis og konsistent med bankens tidligere reaksjonsmønster.

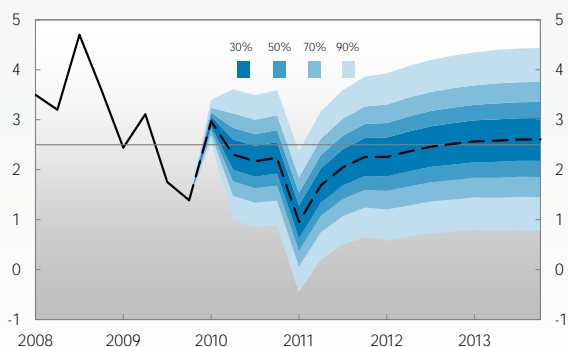
5) Som en kryssjekk for rentesettingen bør eventuelle store og systematiske avvik fra enkle pengepolitiske regler kunne forklares.

Figur 1.12a Anslag på styringsrenten i referansebanen med usikkerhetsvifte. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



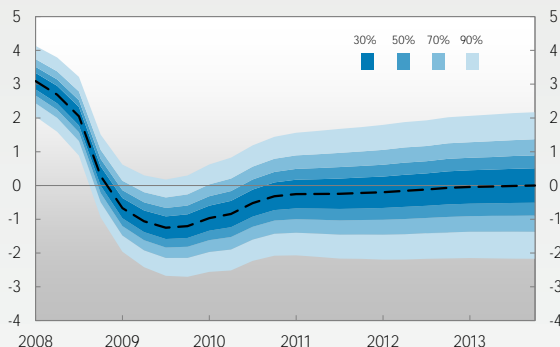
Kilde: Norges Bank

Figur 1.12c Anslag på KPI i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



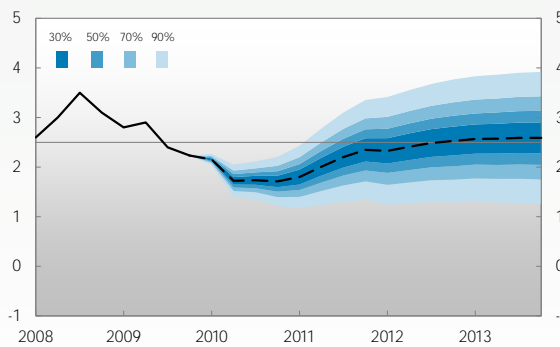
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.12b Anslag på produksjonsgapet<sup>1)</sup> i referansebanen med usikkerhetsvifte. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge

Figur 1.12d Anslag på KPIXE i referansebanen med usikkerhetsvifte. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Fra august 2008 er KPIXE en realltidsserie. Se *Staff Memo* 7/2008 og 3/2009 fra Norges Bank for omtale av KPIXE

Kilde: Norges Bank

et stykke fram i tid, trekker i retning av at renten bringes nærmere et mer normalt nivå. Samtidig kan Finanstilsynets nye retningslinjer for forsvarlig utlånspraksis for lån til boligformål bidra til å dempe gjeldsoppybyggingen i husholdningene.

En samlet vurdering av utsiktene og risikobildet taler for at renten økes gradvis mot et mer normalt nivå de nærmeste årene, se figur 1.12 a-d. Ny informasjon trekker i retning av å øke renten noe senere enn anslått i Pengepolitisk rapport 3/09, se figur 1.13 og egen ramme på side 16. Renteprognozen innebærer et rentenivå som ligger rundt 2½ prosent omkring årsskiftet.

Vi legger til grunn at påslagene i pengemarkedet vender tilbake til det tidligere normalnivået på om lag 0,25 pro-

sentenheter fra og med tredje kvartal i 2010, se figur 1.14. Videre er det lagt til grunn at kronen holder seg om lag på dagens nivå til og med tredje kvartal og at den deretter gradvis svekker seg noe, se figur 1.15.

Renten blir satt slik at inflasjonen holder seg nær 2,5 prosent over tid, og slik at kapasitetsutnytingen etter hvert kommer tilbake til et normalt nivå, se figur 1.16. I resten av inneværende år og neste år venter vi at veksten i norsk økonomi tar seg gradvis opp. Vi anslår at kapasitetsutnytingen vil være nær et normalt nivå i 2011 og nå dette nivået i løpet av 2012. Oppgangen i norsk økonomi drives av fortsatt høy vekst i etterspørselen etter varer og tjenester i husholdningene og etter hvert også i bedriftene. Derimot anslår vi nå en nedgang i oljeinvesteringene på om lag 6 prosent de neste to årene. Ny stigning i verdens-

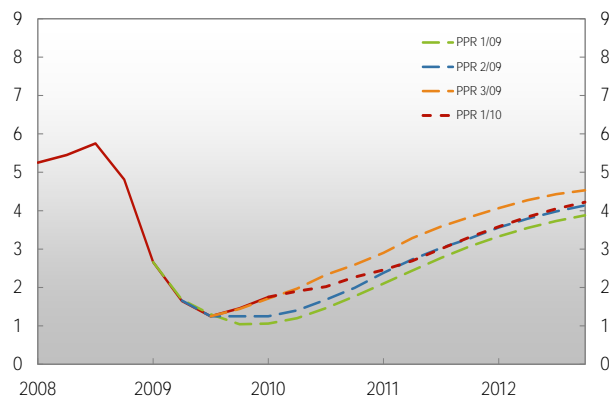
handelen vil bidra til at veksten i eksporten holder seg oppe. Målt ved relative lønnskostnader har norsk arbeidskraft aldri vært så kostbar som den er nå, se figur 1.17. Det kan føre til at norsk eksportindustri taper markedsandeler fremover. Det er ikke utsikter til at eksportprisene igjen vil øke like kraftig som på 2000-tallet da Norge fikk en betydelig bedring i bytteforholdet mot utlandet.

Konsumprisveksten ventes å falle til noe under 2 prosent i løpet av 2010 etter at kronen har styrket seg det siste året. Deretter venter vi at prisveksten gradvis tar seg opp mot 2,5 prosent mot slutten av prognoseperioden etter hvert som kapasitetsutnyttningen når et normalt nivå, og virkningene av kronestyrkingen fases ut. Lønnsveksten inneværende år ser ut til å bli lavere enn tidligere antatt. Årslønnsveksten anslås nå til  $3\frac{3}{4}$  prosent. Mot slutten av prognoseperioden ventes lønnsveksten å ta seg opp til mellom  $4\frac{1}{2}$  og 5 prosent. I anslagene har vi lagt til grunn at produktiviteten gradvis blir høyere. Bedringen i produktiviteten reduserer kostnadspresset i bedriftene noe. Anslagene er i tillegg basert på at bedriftene kan styrke lønnsomheten ved å sette opp prisene. Vi anslår at den registrerte arbeidsledigheten nådde en topp på 3 prosent eller om lag 80 000 personer i begynnelsen av 2010.

En realrente under den normale realrenten vil stimulere aktiviteten, selv etter at virkningene av selve rentefallet avtar. Vi anslår intervallet for det normale nivået på realrenten til 2–3 prosent, se ramme side 21. I løpet av prognoseperioden vil realrenten tilta og nærme seg den normale realrenten, se figur 1.18.

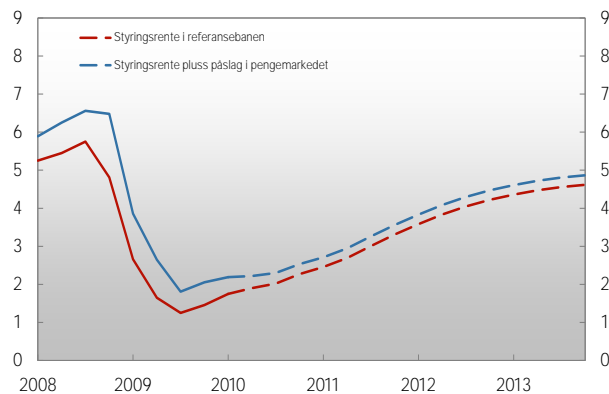
Prognosen for renten vurderes i lys av enkle renteregler som kan være robuste overfor ulike antakelser om økonomiens virkemåte. Med mindre det er utsikter til brå skift i den økonomiske utviklingen, vil pengepolitikken kunne være mer robust hvis rentenivået ikke avviker for mye fra det de enkle reglene tilsier. Taylor-regelen tar utgangspunkt i produksjonsgapet og inflasjonen. Vekstregelen bygger på veksten i BNP og inflasjonen. Regelen med utenlandske renter tar i tillegg hensyn til at eventuelle endringer i rentenivået blant våre handelspartnere kan medføre endringer i kronekursen og dermed påvirke

Figur 1.13 Styringsrenten i referansebanen PPR 1/09, PPR 2/09, PPR 3/09 og PPR 1/10. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2012



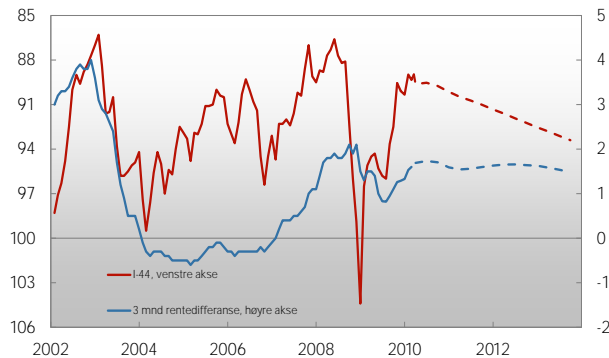
Kilde: Norges Bank

Figur 1.14 Styringsrenten i referansebanen og styringsrenten med påslag i det norske pengemarkedet.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



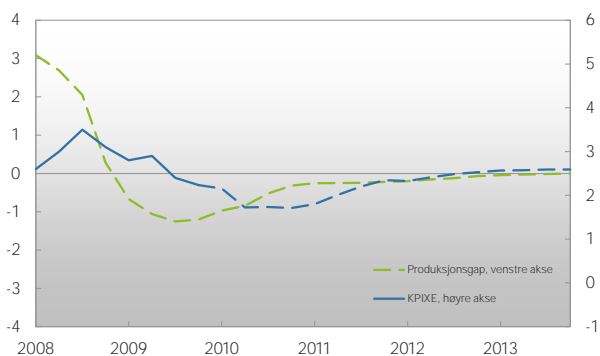
<sup>1)</sup> Norges Banks anslag fra 2. kvartal 2010  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.15 Differansen mellom tremåneders pengemarkedsrenter i Norge og hos handelspartnere, og importveid valutakurs (I-44)<sup>1)</sup>. Månedstall (historisk) og kvartalstall (fremover). Januar 2002 – desember 2013



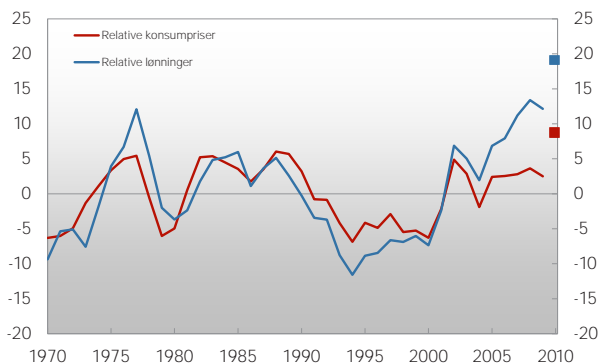
<sup>1)</sup> Stigende kurve betyr sterkere kronekurs  
Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

Figur 1.16 Anslag på inflasjonen<sup>1)</sup> og produksjonsgapet i referansebanen. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



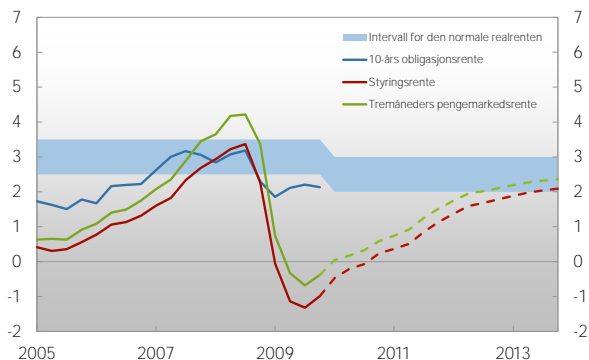
<sup>1)</sup>KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Fra august 2008 er KPIXE en realtidsserie. Se *Staff Memo 1/2008* og *3/2009* fra Norges Bank for omtale av KPIXE  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 1.17 Realvalutakurser. Avvik fra gjennomsnittet i perioden 1970 – 2009. Prosent. 1970 – 2010<sup>1)</sup>



<sup>1)</sup> Punktene viser gjennomsnittet hittil i 2010. Stigende kurve indikerer svakere konkurransevne  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppjøring (TBU), Finansdepartementet og Norges Bank

Figur 1.18 Realrenter basert på tremåneders pengemarkedsrente<sup>1)</sup>, styringsrente<sup>1)</sup>, 10-års obligasjonsrente<sup>2)</sup> og den normale realrenten i Norge. Mars 2005 – desember 2013



<sup>1)</sup> Deflatert med tolv kvartalers glidende gjennomsnitt (sentrert) av inflasjonen målt ved KPI. Anslag på KPI fra denne rapporten og inflasjonsmålet er lagt til grunn  
<sup>2)</sup> 10-års swaprente deflatert med inflasjonsmålet  
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

inflasjonsutsiktene. De enkle reglene indikerer gjennomgående en styringsrente som ligger noe over vår prognose for renten i annet halvår 2010, se figur 1.19.

Norges Bank har beregnet en renteregulering som grovt søker å forklare bankens tidligere rentesetting basert på noen få størrelser. I regelen inngår utviklingen i inflasjonen, lønnsveksten, BNP for Fastlands-Norge og styringsrentene ute. Renten i forrige periode har også betydning. Fremover viser denne regelen en økning i styringsrenten om lag i tråd med anslagene i denne rapporten, se figur 1.20.

Terminrentene i pengemarkedet er en annen kryssjekk for renteprognosen. De beregnede terminrentene tyder på at aktørene i finansmarkedet venter om lag samme oppgang i rentene i pengemarkedet som vi nå anslår, se figur 1.21.

## Usikkerhet i anslagene

Anslagene for renten, inflasjonen, produksjonen og andre størrelser er basert på vår vurdering av den økonomiske situasjonen og vår oppfatning av hvordan økonomien og pengepolitikken virker. Blir utviklingen i økonomien om lag som vi ser for oss, kan aktørene regne med at renteutviklingen også blir om lag som anslått. Pengepolitikken kan derimot bli utformet annerledes om de økonomiske utsiktene endres eller dersom endringer i rentenivået påvirker inflasjonen, produksjonen og sysselsettingen på en annen måte enn vi har lagt til grunn.

I tråd med Nasjonalbudsjettet 2010 legger vi til grunn at nivået på det strukturelle oljekorrigerede underskuddet for 2010 videreføres ut prognoseperioden. Det innebærer at det strukturelle oljekorrigerede underskuddet ikke vender tilbake til 4 prosent av Statens pensjonsfond utland før i 2018. Anslagene i denne rapporten tyder på at kapasitetsutnyttningen i norsk økonomi kan komme opp til et normalt nivå i løpet av et par år. Handlingsregelen tilsier at underskuddet på statsbudsjettet reduseres ned mot 4 prosent av fondskapitalen i Statens pensjonsfond utland når ak-

## Endringer i anslagene fra Pengepolitisk rapport 3/09

Prognosen for styringsrenten i denne rapporten er nedjustert fra Pengepolitisk rapport 3/09, se figur 1. Anslagene er basert på en samlet vurdering av situasjonen i norsk og internasjonal økonomi og vår oppfatning om økonomiens virkemåte. Renten settes slik at inflasjonen over tid ligger nær 2,5 prosent. I figur 2 har vi beregningsteknisk forsøkt å illustrere hvordan ulike nyheter og nye vurderinger isolert sett har påvirket endringene i renteprognosen gjennom virkningene på utsiktene for inflasjonen, produksjon og selselsetting. De isolerte bidragene fra de ulike faktorene kommer til uttrykk i søylene. Den samlede endringen i renteprognosen er vist i den svarte linjen.

Handelspartnernes terminrenter har falt markert siden Pengepolitisk rapport 3/09, og rentedifferansen overfor våre handelspartnere har økt. Differansen for tremåneders pengemarkedsrente

er nå 1,7 prosentenheter. Det er 0,3 prosentenheter høyere enn ved forrige pengepolitiske rapport. Målt ved den importveide kronkursen (I-44) har kronen så langt i år vært om lag 2 prosent sterkere enn vi anslo i oktober. Det bidrar til lavere importert prisvekst og trekker i retning av en lavere styringsrente, se røde søyler.

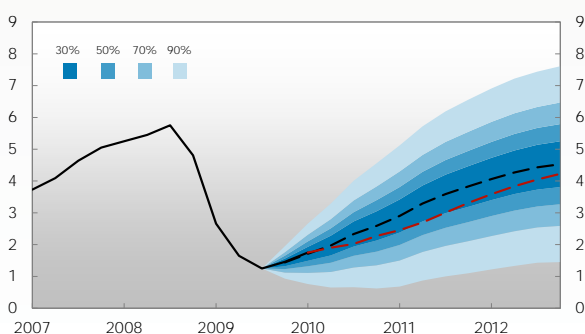
Energiprisene har steget mer enn lagt til grunn i forrige rapport. Dette bidrar isolert sett til å trekke prisveksten opp. Lavere lønnsvekst enn tidligere antatt bidrar på den andre siden til å trekke prisveksten ned. Samlet bidrar disse faktorene til noe lavere inflasjon fremover enn vi tidligere så for oss. Det trekker også i retning av en lavere styringsrente, se oransje søyler.

Veksten i norsk økonomi ser ut til å ha blitt noe lavere mot slutten av fjoråret og inn i 2010 enn vi anslo i forrige rapport. Det har

trolig bidratt til at kapasitetsutnyttningen nå er noe lavere enn vi ventet, blant annet på bakgrunn av en nedgang i oljeinvesteringene. Privat konsum økte også noe mindre enn ventet i annet halvår i fjor. Eksporten har derimot tatt seg opp etter at verdenshandelen økte litt tidligere og noe sterkere enn ventet. Fremover antas veksten i oljeinvesteringene å bli noe lavere enn vi så for oss i forrige rapport. Samlet er anslaget for kapasitetsutnyttningen blitt litt nedjustert sammenlignet med forrige pengepolitiske rapport. Det trekker i retning av en lavere styringsrente, se blå søyler.

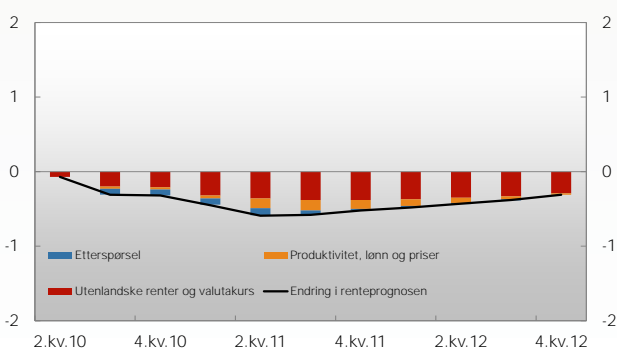
Endringene i anslagene på andre hovedstørrelser er oppsummert i tabell 1. Endringene i anslagene gjenspeiler endringen i renteprognosen slik den fremkommer i figur 2.

Figur 1 Styringsrenten i referansebanen fra PPR 3/09 med usikkerhetsvifte og styringsrenten i referansebanen fra PPR 1/10 (rød linje). Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2012



Kilde: Norges Bank

Figur 2 Faktorer bak endringer i renteprognosen fra PPR 3/09. Akkumulerte bidrag. Prosentenheter. 2. kv. 2010 – 4. kv. 2012



Kilde: Norges Bank



Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser i Pengepolitisk rapport 1/10. Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår). Endring i anslag fra Pengepolitisk rapport 3/09 i parentes.

	2010	2011	2012	2013
KPI	2½ (¾)	1¾ (-½)	2½ (0)	2½
KPI-JAE	1½ (-¼)	2 (-¼)	2½ (0)	2½
KPIXE <sup>1)</sup>	1¾ (0)	2 (-¼)	2½ (0)	2½
Årslønn	3¾ (-½)	4¼ (-¼)	4¾ (0)	4¾
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	3 (-¼)	4¼ (0)	3¼ (½)	2¼
BNP Fastlands-Norge	2¼ (-½)	2¾ (-½)	2½ (-¼)	2¼
Produksjonsgap for Fastlands-Norge <sup>2)</sup>	-¾ (-¼)	-¼ (-¼)	-¼ (-½)	0
Sysselsetting, personer	0 (¼)	¾ (-¼)	1 (¼)	½
AKU-ledighet (rate)	3¾ (0)	3¾ (¼)	3½ (0)	3½

1) KPIXE: KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energiprisene. Se *Staff Memo* 2008/7 og *Staff Memo* 2009/3 fra Norges Bank for omtale av KPIXE

2) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge

Kilde: Norges Bank

tivitetsnivået i økonomien er normalt. Utvikler økonomien seg om lag som ventet, vil en finanspolitikk i tråd med handlingsregelen kunne gi en lavere rente og svakere krone enn anslått.

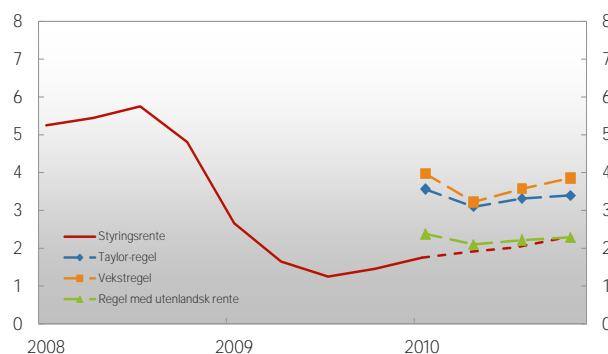
Usikkerheten i våre anslag illustreres med sannsynlighetsvifter, se figur 1.12 a-d. Bredden på viftene er basert på forstyrrelser som har funnet sted tidligere, og den uttrykker derfor et gjennomsnitt som dekker perioder med større og mindre usikkerhet.<sup>1</sup>

Vi venter at veksten i husholdningenes konsum vil holde seg oppe. Forventningsindikatorer viser at husholdningene er blitt mer optimistiske. Spareraten er rekordhøy. Med mindre usikkerhet og en utflating av arbeidsledigheten kan det ikke utelukkes at spareraten kan falle mye og konsumet ta seg kraftigere opp enn vi nå ser for oss.

I figurene 1.22 a-c (gule linjer) illustreres virkningene av at husholdningenes etterspørsel blir om lag 2 prosent høyere enn ventet de neste par årene og at spareraten etter hvert faller ned mot null. Renten vil i så fall bli satt opp mer og tidligere enn vi nå ser for oss. Kronekursen styrkes i beregningen. Det vil isolert sett bidra til lavere importert prisvekst og noe lavere eksport. Renten får et forløp som stabiliserer inflasjonen nær 2,5 prosent.

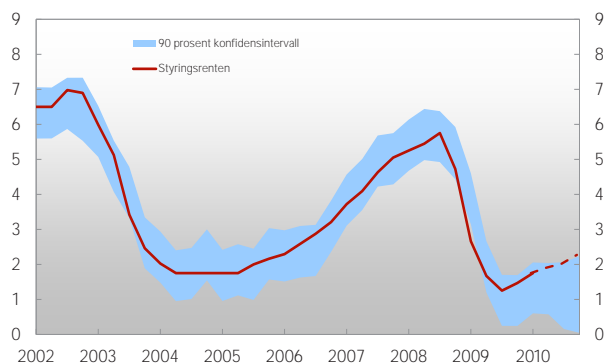
Norsk eksport ventes å holde seg oppe, men et høyt norsk kostnadsnivå gjør at norsk eksportindustri taper markedsandeler. Norsk industri kan tape ytterligere markedsandeler og importinnholdet i oljeinvesteringene kan øke mer enn vi nå ser for oss. Det vil bidra til at eksporten faller og impulsene fra oljeinvesteringene til norsk økonomi avtar. I figurene 1.22 a-c (røde linjer) har vi illustrert en slik utvikling hvor eksporten blir om lag 4 prosent lavere enn anslått over de neste årene. Renten holdes lavere lenger for å sikre at kapasitetsutnyttningen holder seg oppe, og inflasjonen kommer tilbake til inflasjonsmålet.

Figur 1.19 Styringsrente og beregnede enkle renteregler<sup>1)</sup>. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2010



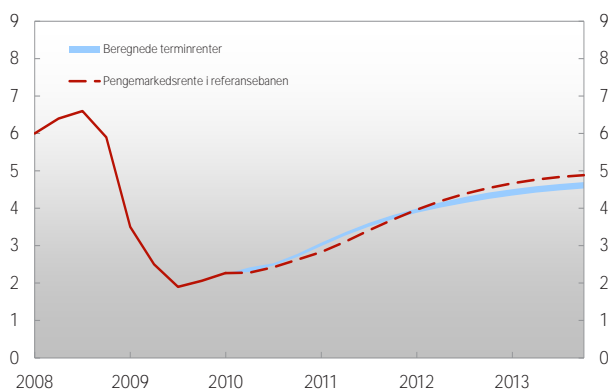
1) Beregningene er basert på Norges Banks anslag på produksjonsgapet, konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) og tremåneders pengemarkedsrente. For å sammenlikne med styringsrenten er de enkle reglene justert for risikopremien i tremåneders pengemarkedsrente  
Kilde: Norges Bank

Figur 1.20 Styringsrente og renteutvikling som følger av Norges Banks gjennomsnittlige mønster i rentesettingen.<sup>1)</sup> Prosent. 1. kv. 2002 – 4. kv. 2010



1) Renteutviklingen forklares av utviklingen i inflasjon, BNP-vekst i Fastlands-Norge, lønnsvekst og styringsrente hos handelspartnere. Likningen er estimert over perioden 1. kv. 1999 – 1. kv. 2010. Nærmere utdyping er gitt i *Staff Memo 3/2008*  
Kilde: Norges Bank

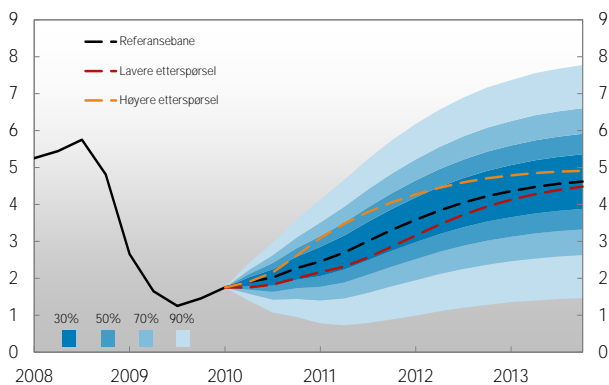
Figur 1.21 Tremåneders pengemarkedsrente i referansebanen og beregnede terminrenter<sup>1)</sup>. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



1) Terminrentene er basert på rentene i pengemarkedet og renteswapper. Det blå intervallet viser høyeste og laveste rente i tidsrommet 5. – 18. mars 2010  
Kilde: Norges Bank

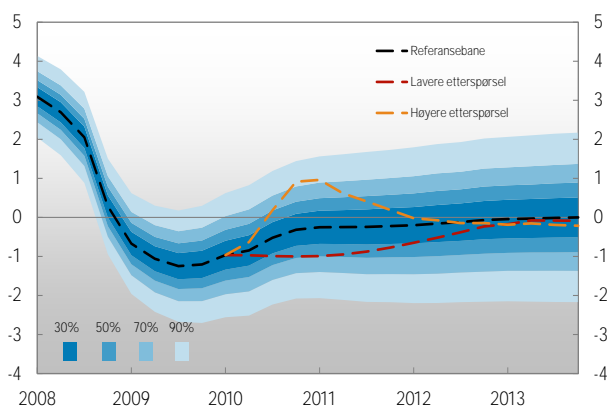
<sup>1</sup> En nærmere gjennomgang av usikkerhetsviftene er gitt i *Inflasjonsrapport 3/05*.

Figur 1.22a Styringsrenten i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



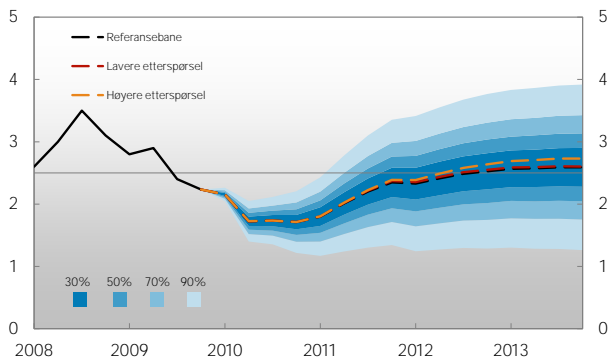
Kilde: Norges Bank

Figur 1.22b Produksjonsgapet i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Prosent. Kvartalstall. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



Kilde: Norges Bank

Figur 1.22c KPIXE<sup>1)</sup> i referansebanen og i de alternative utviklingsbanene. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2013



1) KPIXE justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Fra august 2008 er KPIXE en realtidsserie. Se *Staff Memo 7/2008* og *3/2009* fra Norges Bank for omtale av KPIXE  
Kilde: Norges Bank

## Oppsummering

Den mest akutte fasen av krisen i verdensøkonomien ser ut til å være over. I de fleste deler av verden er det nå igjen vekst i produksjonen. Det ser likevel ut til at oppsvinget i industrilandene bare blir moderat og at økonomien i mange land vil preges av mye ledig produksjonskapasitet og høy arbeidsledighet fremover. Krisen har skapt nye ubalanser som vil dempe oppgangen. Svake utsikter har bidratt til å trekke renteforventningene markert ned i mange land.

Mot slutten av 2009 tok aktiviteten i norsk økonomi seg opp. Renten ble satt opp med 0,50 prosentenheter mot slutten av fjoråret med sikte på at inflasjonen over tid skal være 2,5 prosent. Ny informasjon tyder på at oppgangen i norsk økonomi fortsetter, men kapasitetsutnyttingen er trolig noe lavere enn vi ventet i fjor høst. Sammen med lavere renter ute, en sterkere krone og lavere lønnsvekst trekker det i retning av å justere ned renteprognozen noe fra forrige rapport.

Renten i Norge er lav. Effekten på privat forbruk av de kraftige rentekuttene i 2008 og 2009 er trolig ikke uttømt, og vi regner med høy forbruksvekst også inneværende år. Boligprisene har økt. Finansstilsynets nye retningslinjer for utlånspraksis til boligformål kan bidra til å dempe oppbyggingen av gjeld. Over tid kan husholdningenes låneopptak likevel øke mye og sparingen falle. Hensynet til å gardere oss mot risikoen for fremtidige ubalanser som kan forstyrre aktiviteten og inflasjonen et stykke fram i tid, trekker i retning av at renten gradvis bringes nærmere et mer normalt nivå.

På den annen side kan en markert renteøkning i Norge og høyere rentedifferanse mot utlandet gi risiko for at kronen blir sterkere enn anslått slik at inflasjonen blir for lav. Det vil gjøre det vanskelig å bringe inflasjonen opp mot målet innenfor en rimelig tidshorison. En sterk krone vil også kunne føre til lavere aktivitet i konkurranseutsatte næringer og dermed lavere kapasitetsutnyttning i norsk økonomi. Det trekker i retning av at renten ikke bør settes opp for raskt.

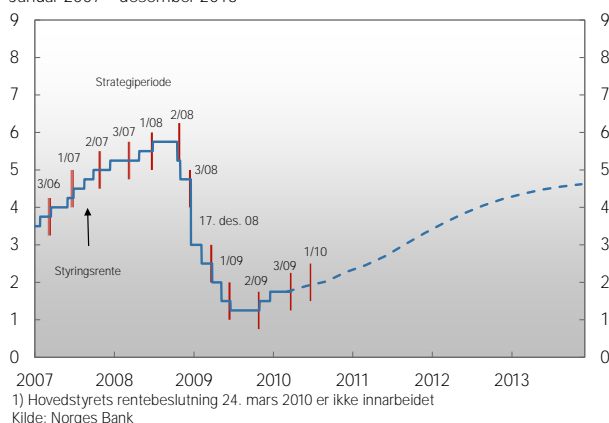
Pengepolitikken kan ikke finstyre utviklingen i økonomien, men dempe de største utslagene når økonomien blir utsatt for forstyrrelser. Samlet tilsier utsiktene og risikobildet at styringsrenten økes gradvis i tiden fremover, men noe senere enn vi så for oss i oktober i fjor, se figur 1.23.

Anslagene er usikre. Ny informasjon kan avdekke om det er trekk ved den økonomiske utviklingen som tilsier at norsk økonomi følger andre utviklingsbaner enn anslått. Høyere kapasitetsutnyttning eller svakere krone enn antatt kan gi høyere inflasjon enn vi nå ser for oss. På den annen side kan inflasjonen bli lavere hvis kronen holder seg sterk eller aktiviteten i norsk økonomi blir svakere enn anslått.

## Hovedstyrets strategi

Styringsrenten bør ligge i intervallet 1½–2½ prosent fram til neste rapport legges fram 23. juni med mindre norsk økonomi blir utsatt for nye store forstyrrelser.

Figur 1.23 Intervall for styringsrenten ved utgangen av hver strategiperiode, faktisk utvikling<sup>1)</sup> og anslag på styringsrenten i referansebanen. Prosent. Januar 2007 – desember 2013



1) Hovedstyrets rentebeslutning 24. mars 2010 er ikke innarbeidet  
Kilde: Norges Bank

## Nivået på den normale renten

Det normale nivået på realrenten i Norge anslås å ligge mellom 2 og 3 prosent. Med et inflasjonsmål på 2,5 prosent bygger Norges Bank på at den normale kortsiktige renten i pengemarkedet er 4½–5½ prosent (tre måneders pengemarkedsrente). Punktanslaget på den normale renten som legges til grunn er ikke endret fra forrige rapport.<sup>1</sup>

Den normale renten kan ses på som det nivået på renten som på sikt er konsistent med at inflasjonen holder seg på målet og at kapasitetsutnyttningen i økonomien er normal. Pengepolitikken er da verken ekspansiv eller kontraktiv.

Et sentralt spørsmål er om de lave langsiktige rentene vi observerer i dag (figur 1) bygger på forventninger om lavere potensiell vekst og/eller lavere inflasjon de neste ti årene og dermed et lavere

langsiktig rentenivå. Det synes ikke å være tilfellet. Til forskjell fra spotrentene er de implisitte terminrentene mindre påvirket av dagens konjunkturelle situasjon og reflekterer i større grad fremtidige vekst- og inflasjonsforventninger.<sup>2</sup> Figur 2 viser implisitte terminrenter for Norge (implisitt femårsrente om fem år beregnet alternativt med utgangspunkt i statsobligasjonsrenter og swaprenter, samt implisitt ettårsrente om ni år basert på swaprenter). I perioden 2007–2010 har terminrentene basert på swaprenter ligget i området fra 5 til i underkant av 6 prosent, mens terminrentene beregnet med utgangspunkt i statsobligasjonsrenter har ligget noe lavere, det siste året rundt 5 prosent. Det ser ikke ut til at finanskrisen har ført til at markedsaktørene har nedjustert sine langsiktige renteforventninger. Utviklingen de siste årene tyder

på at markedet på sikt forventer pengemarkedsrenter i området 4½–5½ prosent.

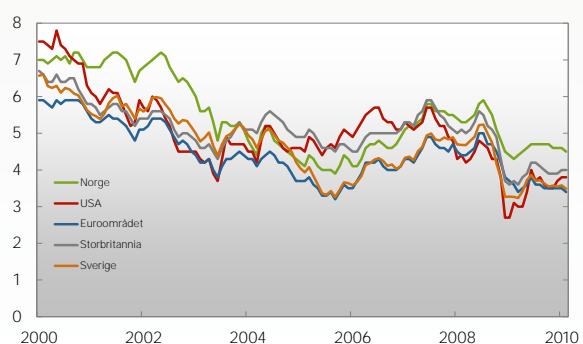
Den normale realrenten er nært knyttet til potensiell vekst i økonomien. Consensus Forecasts, som er et gjennomsnitt av ulike aktører i markedet, anslår veksten i Norge å være i leiet 2½–2¾ prosent i perioden 2014–2019. Det er også i tråd med vårt anslag på den normale realrenten.

Se Aktuell kommentar 1/2010 for nærmere drøfting av den normale renten.

1 Det er tidligere (fra Inflasjonsrapport 3/2005) lagt til grunn at den normale realrenten har ligget i nedre del av intervallet 2½–3½ prosent.

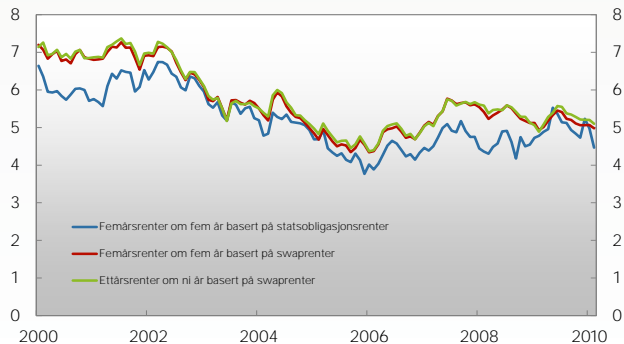
2 I fravær av løpetidspremier og andre risikopremier kan de implisitte terminrentene tolkes som markedsaktørenes fremtidige renteforventninger.

Figur 1 10-års swaprenter for utvalgte land. Januar 2000 – februar 2010



Kilde: Thomson Reuters

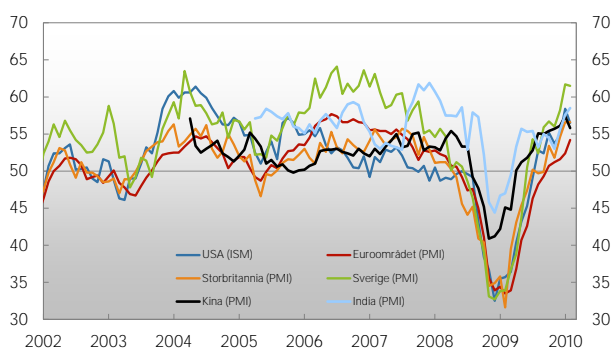
Figur 2 Implisitte nominelle renter for Norge. Januar 2000 – februar 2010



Kilde: Thomson Reuters



Figur 2.1 Ledende indikatorer for industrien.  
Diffusjonsindeks. Sesongjustert. Januar 2002 – februar 2010



Kilde: Thomson Reuters

Tabell 2.1 Anslag på BNP-vekst i utlandet.  
Prosentvis endring fra foregående år

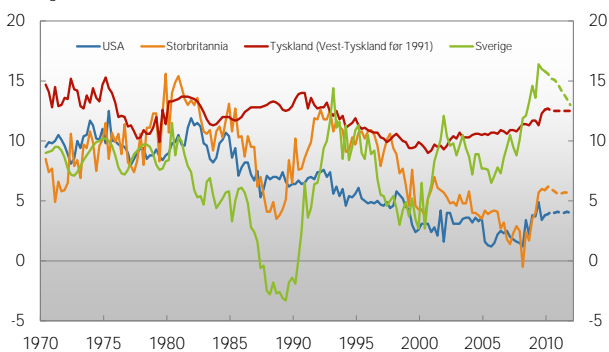
	2010	2011	2012-13 <sup>1)</sup>
USA	2¾	2½	3
Euroområdet	1	1½	2¼
Japan	1½	1¾	1¾
Storbritannia	1¼	2½	2¾
Sverige	1¾	3	3¼
Kina	9½	9½	9
Norges handelspartnere <sup>2)</sup>	2	2½	3

<sup>1)</sup> Gjennomsnittlig vekst per år

<sup>2)</sup> Eksportvekter, 26 viktige handelspartnere

Kilder: Eurostat og Norges Bank

Figur 2.2 Husholdningenes sparerate. I prosent av husholdningenes disponible inntekt. 2. kvartal 1970 – 4. kvartal 2011. Anslag for 1. kvartal 2010 – 4. kvartal 2011 fra OECD



Kilde: OECD Economic Outlook 86

## 2 Nærmere om anslagene

### Internasjonal økonomi

Det kraftige aktivitetsfallet i verdensøkonomien synes nå å være over, og utviklingen har stabilisert seg hos de fleste av våre handelspartnere. Veksttakten er likevel fortsatt svært ujevn, og mye tyder på at veksten i flere land blir beskjeden. Den sterke veksten har hittil kommet i de asiatiske landene, først og fremst Kina, men også Sør-Korea og Singapore. I USA og Japan var det også god vekst mot slutten av 2009, mens aktiviteten hos noen viktige handelspartnere i Europa avtok. Ledende indikatorer tyder på god vekst i industriproduksjonen den nærmeste tiden, se figur 2.1. Vi har oppjustert anslaget for veksten i BNP hos handelspartnerne til 2 prosent i år, mens anslaget for neste år er uendret på 2½ prosent, se tabell 2.1.

I tillegg til kostnadene ved å redde banksystemet har skatteinntektene sviktet, og utgifter til trygd og tiltak har økt i de fleste industrialiserte landene. Det har ført til en kraftig forverring av statsfinansene som etter hvert vil kreve en omfattende innstramning, se Aktuell kommentar nr 2/2010 for en nærmere drøfting av statsgjelden i OECD-landene. Vi har lagt til grunn at det fra neste år vil strammes inn i offentlige budsjetter hos våre viktigste handelspartnere, med unntak av Sverige. Det vil dempe veksten i samlet etterspørsel etter varer og tjenester.

Husholdningene har reagert på finanskrisen ved å øke sin sparing markert, og vi venter at sparingen vil holde seg høy eller tilta i mange land, se figur 2.2. Samtidig vil veksten i investeringene dempes av den svært lave kapasitetsutnyttningen og av at husholdningenes forbruk vokser lite.

I de fremvoksende økonomiene er bildet vesentlig bedre, og flere forhold tilsier fortsatt solid vekst. Det har vært høye investeringsrater over flere år, se figur 2.3, produktivtveksten er sterk, og særlig India og Kina har fort

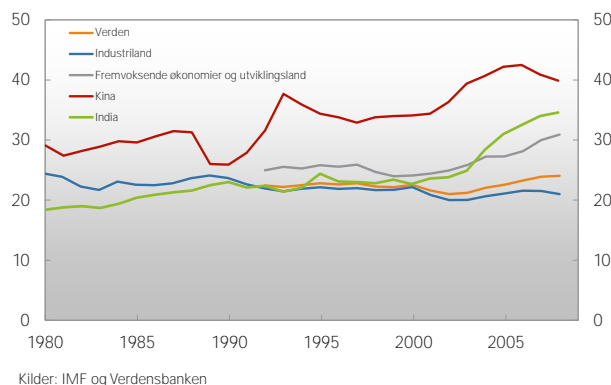
satt en stor arbeidskraftreserve. I etterkant av Asia-krise på slutten av 1990-tallet styrket mange land statsfinansene. Selv om det er gjennomført omfattende lettelser gjennom krisen også i disse landene, har det ikke ført til samme ubalanser som i industrilandene.

Som følge av moderate vekstutsikter ventes inflasjonen hos våre handelspartnere å holde seg lav gjennom hele anslagsperioden. Selv om vekstevnen i økonomiene er blitt redusert som følge av den finansielle krisen, venter vi at utnyttelsen av arbeidskraftressursene og kapasiteten i bedriftene vil være lavere enn normalt de nærmeste årene. Fremtidige innstramminger i budsjettpolitikken vil også dempe det underliggende kostnadspresset. Anslaget for konsumprisveksten i 2010 er noe oppjustert som en følge av høyere aktivitets- og prisvekst mot slutten av 2009 og hittil i år. For årene etter anslår vi nå konsumprisveksten til om lag 1¾ prosent.

Oljeprisen er i underkant av 80 dollar per fat, en liten økning siden forrige rapport. Målt i euro og kroner har prisen økt mer, siden dollaren har styrket seg. Anslagene i denne rapporten bygger på at oljeprisen utvikler seg i tråd med terminprisene, se tabell 2.2 og figur 2.4. Disse antyder en oljepris i 2011-2013 som er 5 dollar høyere enn dagens spotpris. Det må ses i sammenheng med forventninger om fortsatt god vekst i fremvoksende økonomier, som bidrar mer og mer til den globale oljeetterspørselen. I tillegg får OPEC stadig større markedsrett fordi veksten i tilbudet av olje fra land utenfor OPEC etter hvert stagnerer. Oljeprisen kan likevel falle en del hvis oppgangen i verdensøkonomien bremser opp, spesielt siden oljelagrene i OECD-landene fremdeles er høye og OPEC allerede har relativt mye ledig produksjonskapasitet.

The Economist råvareindeks har økt noe siden forrige rapport, i hovedsak som følge av bedre utsikter for verdensøkonomien. For de fleste råvarer antyder terminprisene en viss videre oppgang. Men i likhet med olje, er lagrene for mange råvarer ganske høye. Derfor kan også prisen på andre råvarer falle hvis oppgangen i verdensøkonomien blir svakere enn vi nå ser for oss.

Figur 2.3 Investeringer som andel av BNP. I prosent. 1980 – 2008



Kilder: IMF og Verdensbanken

Tabell 2.2. Anslag på konsumpriser i utlandet (prosentvis vekst fra foregående år) og oljepris

	2010	2011	2012-13 <sup>1)</sup>
USA	1¾	1½	1½
Euroområdet <sup>2)</sup>	1¼	1	1½
Japan	-1	-¼	¼
Storbritannia	2	1½	2
Sverige	1¼	2½	2¾
Kina	3	2½	2
Norges handelspartnere <sup>3)</sup>	1½	1½	1¾
Oljepris Brent Blend <sup>4)</sup>	80	83,7	85,6

<sup>1)</sup> Gjennomsnittlig vekst per år

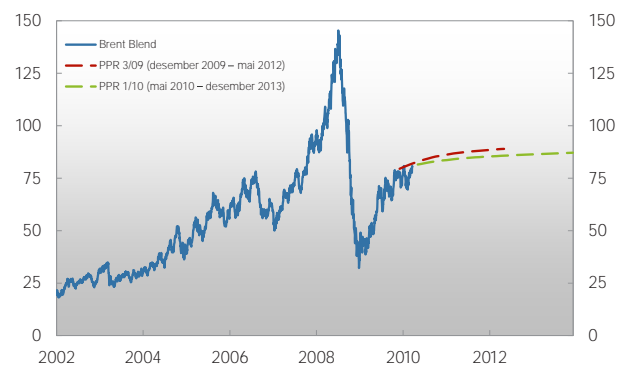
<sup>2)</sup> Vekter fra Eurostat (landets andel av eurolandenes forbruk)

<sup>3)</sup> Importvekter, 26 viktige handelspartnere

<sup>4)</sup> Terminpris (gjennomsnitt siste 5 handledager). USD per fat. For 2010 er det gjennomsnittet av spotprisene så langt i år og terminprisene for resten av året

Kilder: Eurostat, Thomson Reuters og Norges Bank

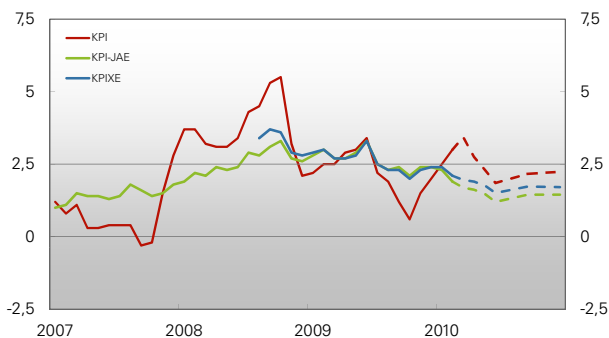
Figur 2.4 Oljepris (Brent Blend) i USD per fat. 1. januar 2002 – 18. mars 2010. Terminpriser (stiplet) PPR 3/09 og PPR 1/10



Kilder: Thomson Reuters og Norges Bank

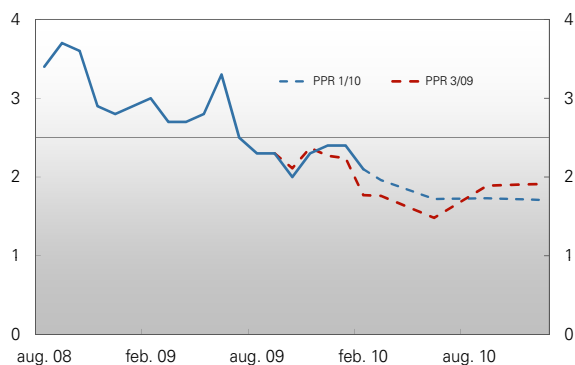


Figur 2.5 KPI, KPI-JAE<sup>1)</sup> og KPIXE<sup>2)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2007 – desember 2010<sup>3)</sup>



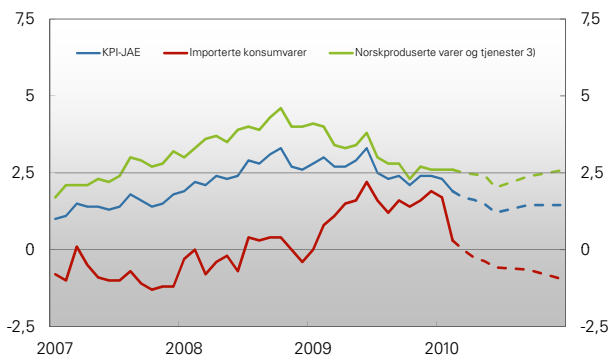
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
 2) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Realtidstall. Se *Staff Memo 7/2008* og *3/2009* fra Norges Bank for omtale av KPIXE  
 3) Anslag for mars 2010 – desember 2010 (stiplet). Månedstall fram til juni 2010, deretter kvartalstall  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.6 KPIXE<sup>1)</sup>. Tolv månedersvekst. Prosent. August 2008 – desember 2010<sup>2)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Realtidstall. Se *Staff Memo 7/2008* og *3/2009* fra Norges Bank for omtale av KPIXE  
 2) Anslag for mars 2010 – desember 2010 (stiplet). Månedstall fram til mars 2010, deretter kvartalstall  
 Kilde: Norges Bank

Figur 2.7 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Totalt og fordelt etter leveringssektorer. Tolv månedersvekst. Prosent. Januar 2007 – desember 2010<sup>2)</sup>



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
 2) Anslag for mars 2010 – desember 2010 (stiplet). Månedstall fram til juni 2010, deretter kvartalstall  
 3) Norges Banks beregninger  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Norsk økonomi det neste året

### Priser

I februar var konsumprisene (KPI) 3,0 prosent høyere enn i samme måned i fjor, se figur 2.5. Justert for avgifts- endringer og uten midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) var prisveksten 2,1 prosent. Elektrisitetsprisene er blitt høyere enn vi la til grunn i forrige rapport. Dette har trukket opp energipristrenden slik den inngår i beregningen av KPIXE. Veksten i KPIXE er dermed blitt noe høyere enn vi anslo i Pengepolitisk rapport 3/09, se figur 2.6. Prisveksten justert for avgifts- endringer og uten energi- varer (KPI-JAE) har falt det siste året, se figur 2.7. I februar var årsveksten 1,9 prosent, ned fra 3,0 prosent i februar i fjor. Prisveksten i KPI-JAE har utviklet seg om lag som anslått i forrige rapport, både for norskprodu- serte varer og tjenester og importerte konsumvarer.

Prisveksten på norskproduserte varer og tjenester har av- tatt det siste året. Lavere vekst i tjenestepri- sene og i pri- sene på matvarer har bidratt til at årsveksten kom ned i 2,6 prosent i februar i år. Effekten av økningen i matvare- prisene i første kvartal i fjor på årsveksten i prisene er nå i ferd med å fases ut. Videre rapporterer vårt regionale nettverk om økt priskonkurranse i dagligvarehandelen. Vi venter at årsveksten i matvareprisene vil være lav de nærmeste kvartalene.

Nedgang i produktiviteten og høy lønnsvekst gjennom 2007 og 2008 har bidratt til at bedriftenes kostnader per produsert enhet er høye. Disse kostnadene er trolig ikke blitt veltet fullt over i prisene, slik at marginene er blitt redusert. Fremover venter vi at marginene vil måtte øke. Høyere produktivitetsvekst og lavere lønnsvekst vil redusere veksten i bedriftenes kostnader, se figur 2.8. Økt etterspørsel etter varer og tjenester vil trolig gjøre det mulig for bedriftene å øke marginene ytterligere noe ved å sette opp prisene. Samlet ser vi for oss at prisveksten på norskproduserte varer og tjenester vil falle til 2¼ prosent i andre kvartal før den øker til 2½ prosent i fjerde kvartal.

Svekkelsen av kronen høsten 2008 bidro til økt prisvekst på importerte konsumvarer, se figur 2.7. Kronen har siden

styrket seg, og prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta har falt. Vi legger til grunn at prisene på importerte konsumvarer målt i utenlandsk valuta vil falle med ½ prosent i 2010, og at kronkursen vil være om lag 4½ prosent sterkere i 2010 enn gjennomsnittet for 2009. Prisveksten på importerte konsumvarer målt i norske kroner er ventet å falle fra ¾ prosent i første kvartal til -½ prosent i andre kvartal. Styrkingen av kronen og lavere priser i utlandet på de varene vi importerer er ventet å bidra til at prisveksten på importerte konsumvarer faller videre ned mot -1 prosent i fjerde kvartal.

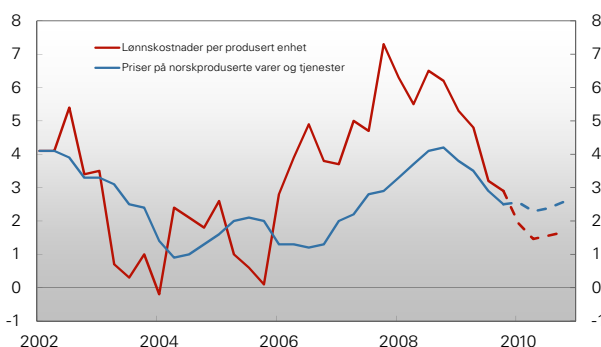
Samlet anslår vi at prisveksten i KPI-JAE vil falle fra 2 prosent i første kvartal til om lag 1½ prosent i andre kvartal. Deretter vil økt prisvekst på norskproduserte varer og tjenester bidra til at årsveksten holder seg på 1½ prosent ut året. Fra 2009 til 2010 anslår vi at KPI-JAE vil stige med 1½ prosent. Anslagene er noe lavere enn fremskrivninger fra vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM), se figur 2.9. I anslagene i rapporten legger vi til grunn at virkningen av en sterkere kronkurs er større enn i SAM. Anslagene ligger likevel godt innenfor usikkerhetsintervallene i korttidsmodellene.

Høye fremtidspriser for energi gjør at vi nå anslår at tolv månedersveksten i KPIXE vil være om lag ¼ prosent høyere enn i KPI-JAE gjennom hele 2010. Vi venter at KPIXE vil stige med 1¾ prosent fra 2009 til 2010. Vi anslår at KPI vil stige med 2½ prosent i samme periode. Høye energipriser vil bidra til å holde veksten i KPI oppe.

### Produksjon og etterspørsel

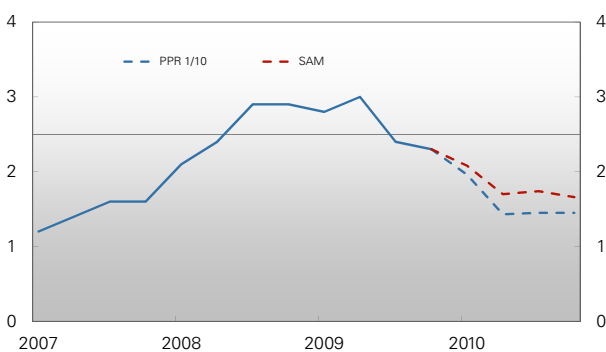
Bruttonasjonalproduktet for Fastlands-Norge steg svakt gjennom høsten i fjor og mindre enn vi anslo i forrige rapport. Vekst i eksporten fra Fastlands-Norge, privat konsum og offentlig etterspørsel motvirket fallet i private investeringer. Vi venter at eksporten og det private konsumet vil fortsette å vokse og at både foretaks- og boliginvesteringene etter hvert vil ta seg opp. Den kalde vinteren kan ha dempet veksten i produksjonen i første kvartal i år. BNP for Fastlands-Norge anslås å stige med ½ prosent i første kvartal og med ¾ prosent i andre kvartal. I andre halvår venter vi at veksten vil bli noe under en prosent per kvartal.

Figur 2.8 Lønnskostnader per produsert enhet i Fastlands-Norge og priser på norskproduserte varer og tjenester i KPI-JAE<sup>1)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2002 – 4. kv. 2010<sup>2)</sup>



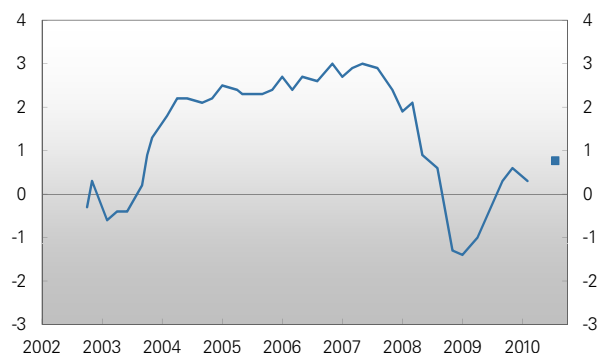
1) Norges Banks beregninger  
2) Anslag for 1. kv. 2010 – 4. kv. 2010 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.9 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>2)</sup>. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2010<sup>3)</sup>



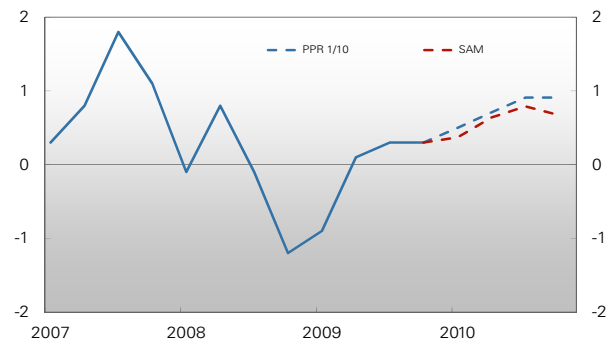
1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer  
2) System for sammenveining av korttidsmodeller  
3) Anslag for 1. kv. 2010 – 4. kv. 2010 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.10 Indikator for faktisk vekst i produksjon siste tre måneder og forventet vekst i produksjon neste seks måneder. Indeks<sup>1)</sup>. Oktober 2002 – august 2010<sup>2)</sup>



1) Skalaen går fra -5 til +5, der -5 indikerer stort fall, mens +5 indikerer kraftig vekst. Se artikkelen "Norges Banks regionale nettverk" i *Penger og Kreditt* 2/09 for nærmere omtale  
2) Siste observasjon er februar 2010  
Kilde: Norges Banks regionale nettverk

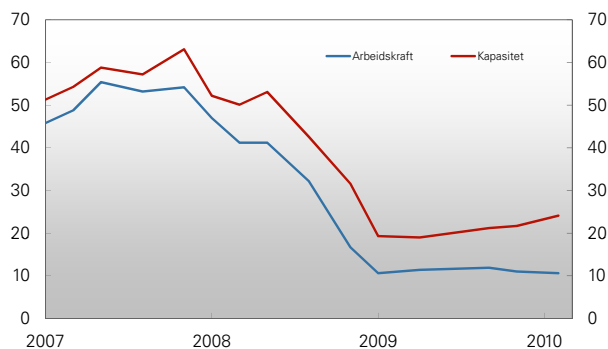
Figur 2.11 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling, anslag i referansebanen og fremskrivninger fra SAM<sup>1)</sup>. Kvartalsvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2010<sup>2)</sup>



1) System for sammenveining av korttidsmodeller  
2) Anslag for 1. kv. 2010 – 4. kv. 2010 (stiplet)

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

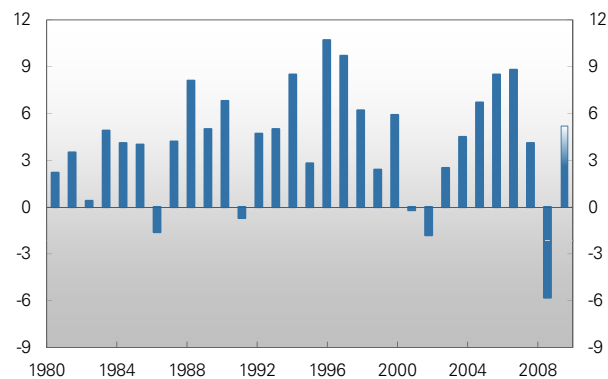
Figur 2.12 Kapasitetsproblemer og tilgang på arbeidskraft.<sup>1)</sup> Prosent. Januar 2007 – februar 2010



1) Andel av kontaktbedrifter som vil ha noen eller betydelige problemer med å møte en (uventet/ventet) vekst i etterspørselen og andel av kontakter som svarer at tilgangen på arbeidskraft begrenser produksjonen

Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Figur 2.13 Eksport fra Fastlands-Norge. Årsvekst. Volum. Prosent. 1980 – 2010<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2010

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Våre kontakter i det regionale nettverket meldte i februar at produksjonen ventes å vokse forholdsvis svakt de nærmeste kvartalene, se figur 2.10. Det er betydelige forskjeller mellom næringene. Bedriftene i oljeleverandørindustrien venter at aktiviteten skal fortsette å falle. I bygg og anlegg meldes det også om fortsatt produksjonsnedgang, mens bedrifter som leverer til husholdninger og eksport forventer at produksjonen skal øke fremover.

Vårt system for sammenveining av korttidsmodeller (SAM) anslår noe svakere vekst fremover enn i referansebanen, se figur 2.11. Det henger sammen med at mange av modellene i SAM legger vekt på korttidsindikatorer hvor renten har mindre virkninger enn vi ser for oss.

Veksten i BNP har vært noe svakere enn ventet. Vi legger til grunn at det gir en noe lavere kapasitetsutnyttning, eller et noe større negativt produksjonsgap, ved inngangen til 2010 enn anslått i forrige rapport. Konjunkturbarometeret tyder på at det fortsatt er mye ledig kapasitet i industrien. Lav kapasitetsutnyttning er også i tråd med informasjonen fra vårt regionale nettverk, hvor flere bedrifter enn normalt oppgir at de ville ha små problemer med å møte en eventuell økning i etterspørselen, se figur 2.12. Fremover legger vi til grunn at produksjonen vil vokse noe mer enn produksjonspotensialet. Vi anslår at produksjonsgapet vil være om lag  $-\frac{1}{4}$  prosent ved utgangen av 2010.

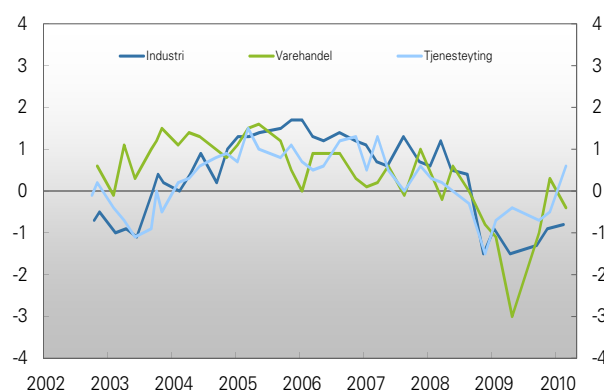
Finanskrisen og konjunkturtilbakeslaget har trolig svekket veksten i produksjonspotensialet siden høsten 2008. Dårligere tilgang på kreditt forsterket den konjunkturrelle nedgangen i investeringene og bidro trolig til at nye virksomheter ikke ble startet opp. Lavere vekst i arbeidsinnvandringen har bidratt til å dempe veksten i arbeidsstyrken. I tillegg har produktiviteten falt markert. Fremover venter vi at veksten i potensielt BNP tar seg opp. Normaliseringen av finansmarkedene innebærer at bedriftenes evne til å øke produksjonen er bedret. Økt etterspørsel vil bidra til at bedriftene tar i bruk nedstengt kapasitet. Vi tror likevel at deler av fallet i produktivitetnivået i 2008 er varig, selv om veksten i produktivitet gradvis vender tilbake til et mer normalt nivå.

Eksporten av tradisjonelle varer og tjenester har tatt seg opp de siste kvartalene. Vi venter fortsatt vekst i verdenshandelen fremover. Verdital fra utenrikshandelsstatistikken tyder på at eksportvolumet kan øke ytterligere i første kvartal. Eksportbedriftene i vårt regionale nettverk melder at ordretilgangen har økt og at produksjonen ventes å øke de nærmeste seks månedene. Vi anslår en vekst i eksporten fra Fastlands-Norge på 5¼ prosent fra 2009 til 2010, se figur 2.13. Anslaget innebærer at norske eksportører vil tape markedsandeler fremover.

Mesteparten av fallet i bedriftsinvesteringene ligger nå trolig bak oss. Informasjon fra Regionalt nettverk tyder på at investeringene i privat tjenesteyting vil ta seg opp i løpet av året, se figur 2.14. Industribedriftene i Regionalt nettverk melder at investeringene vil falle fra 2009 til 2010. Det er i samsvar med Statistisk sentralbyrås investeringstelling for industri og bergverk fra første kvartal, se figur 2.15. Kredittveksten til foretakene faller fortsatt, men Norges Banks utlånsundersøkelse for fjerde kvartal viste at bankene har lettet opp på kredittpraksisen overfor bedriftene. Igangsettingen av næringsbygg har tatt seg litt opp siden i fjor sommer. Ordretilgangen og ordreservervene for næringsbygg har også økt de siste kvartalene. Investeringene i kraftforsyning vil øke i 2010 ifølge investeringstillingen. Vi anslår at bedriftsinvesteringene i Fastlands-Norge igjen vil vokse fra andre kvartal i år. Investeringene vil likevel falle med om lag 5 prosent fra 2009 til 2010.

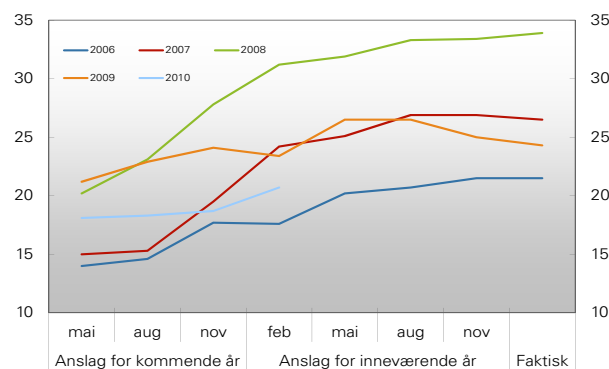
Veksten i privat konsum økte gjennom fjoråret. Indikatorer for varekonsumet tyder på at veksten vil fortsette i første kvartal. Økte bilkjøp bidro mye til oppgangen i andre halvår i fjor. Lavere vekst i bilkjøpene fremover vil trolig dempe konsumveksten noe. Til tross for det lave rentenivået, økte husholdningenes sparerate til et historisk høyt nivå i 2009. Det skyldtes trolig dels at gjelden var blitt høy, og at en del husholdninger derfor hadde behov for konsolidering, og dels stor usikkerhet på grunn av utsikter til økt ledighet og fall i verdien av boligformuen. Samtidig økte husholdningenes disponible realinntekt (utenom aksjeutbytte) med 5½ prosent, se figur 2.16. Nesten halvparten av dette skyldtes lavere rentenivå. Gjeldsbelastningen er fortsatt høy, men stabiliseringen av ledig-

Figur 2.14 Investeringsplaner for neste 12 måneder sammenliknet med foregående 12 måneder. Indeks<sup>1)</sup>. Oktober 2002 – februar 2010



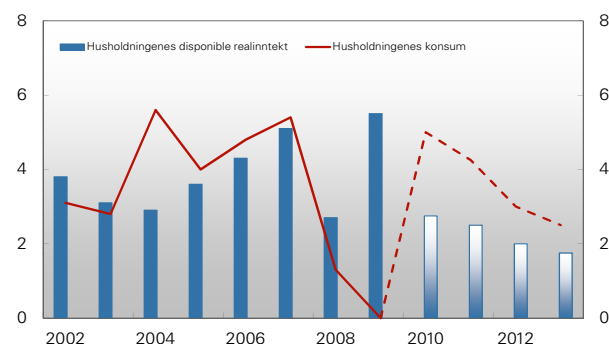
<sup>1)</sup> Skalaen går fra -5 til +5, der -5 indikerer stort fall, mens +5 indikerer kraftig vekst. Se artikkelen "Norges Banks regionale nettverk" i *Penger og Kreditt* 2/09 for nærmere omtale. Kilde: Norges Banks regionale nettverk

Figur 2.15 Investeringsstatistikk for industri og bergverk. Antatte og utførte investeringer. Milliarder kroner. 2006 – 2010



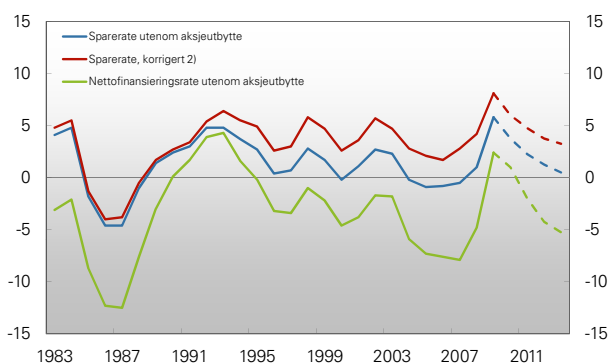
Kilde: Statistisk sentralbyrå

Figur 2.16 Husholdningenes disponible realinntekt<sup>1)</sup> og konsum<sup>2)</sup>. Vekst fra året før. Prosent. 2002 – 2013<sup>3)</sup>



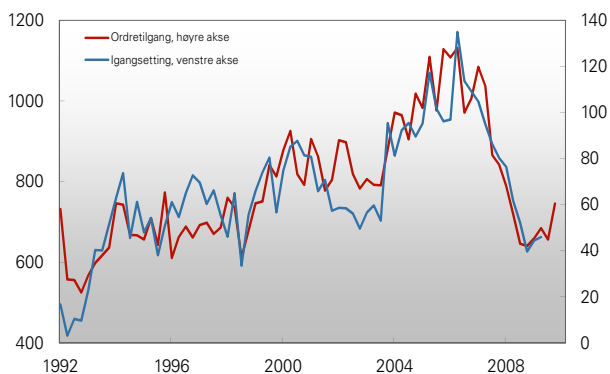
1) Ekskludert aksjeutbytte  
2) Inkluderer konsum i ideelle organisasjoner. Volum  
3) Anslag for 2010–2013 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.17 Husholdningenes sparing og netto finansinvesteringer som andel av disponibel inntekt. Prosent. Årstall. 1983 – 2013<sup>1)</sup>



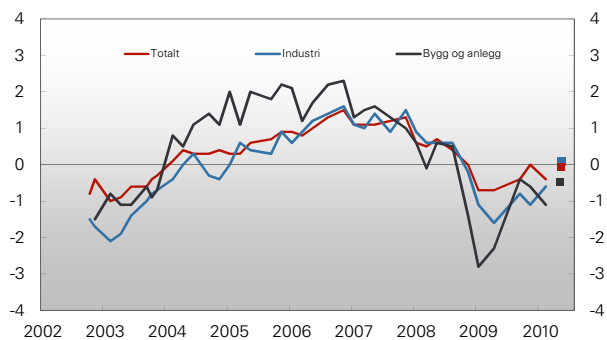
1) Anslag for 2010 – 2013 (stiplet)  
 2) Korrigert for anslått reinvestert aksjeutbytte 2000 – 2005 og innløsning/nedsettelse av egenkapital 2006 – 2013  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.18 Igangsatt boligareal<sup>1)</sup> og ordretilgang for bygging av nye boliger<sup>2)</sup>. 3. kv 1992 - 4. kv. 2009



1) I 1000 kvadratmeter. Sesongjustert  
 2) Verdiindeks deflatert med boliginvesteringsdeflatoren fra nasjonalregnskapet  
 Forskjøvet to kvartaler fram  
 Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.19 Indikator for faktisk vekst i sysselsetting og forventet vekst i sysselsetting neste tre måneder.<sup>1)</sup> Prosent. Oktober 2002 – mai 2010<sup>2)</sup>



1) Blandet indikator t.o.m. 2004. Splittet i "siste tre måneder" og "neste tre måneder" f.o.m. 2005  
 2) Siste observasjon er februar 2010  
 Kilde: Norges Banks regionale nettverk

heten på et forholdsvis lavt nivå har bidratt til å redusere usikkerheten. Dette gjenspeiles i oppgangen i tillitsindikatorer for husholdningene. Rentenivået er fortsatt lavt. I tillegg har boligprisene økt. Vi venter derfor at sparerraten (utenom aksjeutbytte) vil falle fra 5¾ prosent i 2009 til noe under 4 prosent i 2010, se figur 2.17. Med et anslag på veksten i husholdningenes disponible realinntekt (utenom aksjeutbytte) på 2¾ prosent, anslår vi en vekst i privat konsum på 5 prosent i 2010.

Boliginvesteringene var om lag 30 prosent lavere i 2009 enn i 2007. Nedgangen kommer først og fremst til uttrykk i at det er igangsatt færre store leilighetsprosjekter de siste årene. Vi venter at antall boliger som blir igangsatt, vil øke fremover. Det blir nå solgt flere nye boliger, og boligprisene har økt markert siden bunnen i november 2008. Statistisk sentralbyrås ordrestatistikk for bygg og anlegg viser at ordretilgangen for boligbygg økte gjennom 2009, se figur 2.18. Kontakter i vårt regionale nettverk melder at de vil starte bygging av større leilighetsprosjekter i løpet av første halvår i år. Vi venter at igangsettingen av boliger vil øke til rundt 22 000 boliger i 2010. Boliginvesteringene vil likevel falle med nesten 4 prosent fra 2009 til 2010. Igangsettingen av boliger vil fortsatt være lavere enn den demografiske utviklingen skulle tilsi.

### Arbeidsmarkedet

Fallet i sysselsettingen stoppet opp i fjerde kvartal i fjor. Den samlede sysselsettingen i fastlandsøkonomien hadde da falt med om lag 30 000 personer siden høsten 2008. Utviklingen har vært om lag som lagt til grunn i forrige rapport.

Gjennom nedgangskonjunkturen har timeverkene falt noe mer enn antall sysselsatte. Ifølge kontaktene i vårt regionale nettverk har redusert bruk av overtid, delvise permitteringer og reduserte stillingsbrøker gitt lavere gjennomsnittlig arbeidstid. Dessuten har økt sykefravær bidratt.

Vi legger til grunn at antall timeverk og sysselsettingen målt i personer vil holde seg om lag uendret gjennom første halvår, for så å øke noe i andre halvår. Et flertall av bedriftene i Regionalt nettverk rapporterer at de ikke planlegger å endre sysselsettingen de neste tre månedene,

se figur 2.19. Bedriftene i bygg og anlegg venter fortsatt noe nedgang, mens det ventes uendret sysselsetting i industrien. Perducos undersøkelse for Norges Bank tyder på at sysselsettingen vil kunne øke noe i løpet av de neste tolv månedene.

Antall timeverk har falt noe mer enn lagt til grunn i forrige rapport. Samtidig ble også veksten i produksjonen lavere enn ventet, slik at produktivitetsveksten i annen halvdel av fjoråret økte om lag slik vi hadde sett for oss. Gjennom 2010 venter vi at veksten i produksjonen vil øke gradvis, mens veksten i bruken av timeverk øker forholdsvis lite. Dette innebærer at sysselsettingen etter hvert vil bli bedre tilpasset produksjonsnivået, og at produktiviteten vil stige ytterligere gjennom 2010, om lag i tråd med anslagene i forrige rapport. Sammenliknet med tidligere nedgangskonjunkturer er produktivitetsutviklingen fortsatt svak, se figur 2.20.

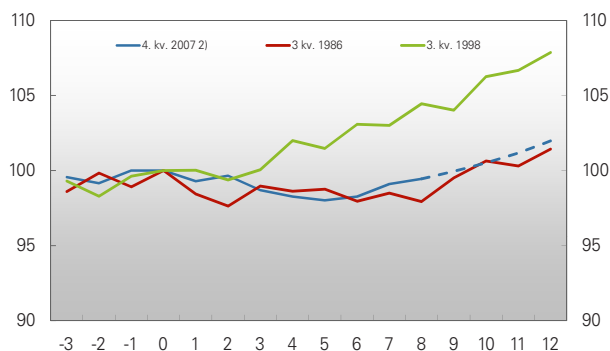
Fall i yrkesdeltakelsen førte til at arbeidsstyrken ved utgangen av 2009 var lavere enn ved inngangen til året, til tross for en underliggende vekst i befolkningen i arbeidsdyktig alder. En del personer trekker seg ut eller velger å ikke gå inn i arbeidsstyrken når etterspørselen etter arbeidskraft avtar. Det store fallet i yrkesdeltakelsen, særlig i de yngre aldersgruppene, kan dels gjenspeile at deltakelsen hadde økt kraftig mot slutten av oppgangskonjunkturen, se figur 2.21. I våre anslag legger vi til grunn at arbeidsstyrken øker med ¼ prosent i 2010, se tabell 2.3.

Oppgangen i ledigheten fortsatte gjennom andre halvdel av fjoråret, men i et langt lavere tempo enn tidligere i lavkonjunkturen. Det var som anslått i forrige rapport. Våre anslag på utviklingen i sysselsettingen og arbeidsstyrken innebærer at ledigheten målt ved Arbeidskraftundersøkelsen vil stige til om lag 3¾ prosent ved utgangen av 2010. Den registrerte ledigheten anslås å bli liggende om lag på dagens nivå ut året, se figur 2.22.

## Lønn

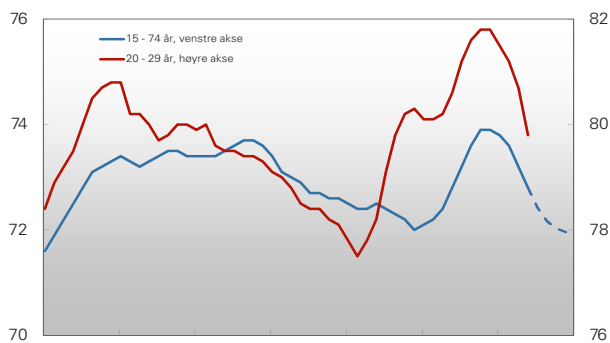
Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) anslår at årslønnsveksten i 2009 var 4,1 prosent. Det var som lagt til grunn i forrige rapport. Vårt

Figur 2.20 Utvikling i produktiviteten i Fastlands-Norge etter vendepunktet i en høykonjunktur. BNP per timeverk. Sesongjusterte kvartalstall. Indeks<sup>1)</sup>



1) Indeksen settes lik 100 i det kvartalet kapasitetsutnyttningen var på sitt høyeste. Serienavnene refererer til dette kvartalet. Kapasitetsutnyttningen beregnes ved hjelp av HP-filter  
2) Anslag for 1. kv. 2010 - 4. kv. 2010 (stiplet linje)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.21 Arbeidsstyrken som prosentvis andel av befolkningen. Gjennomsnitt over siste fire kvartaler. 1. kv. 1997 - 4. kv. 2010<sup>1)</sup>



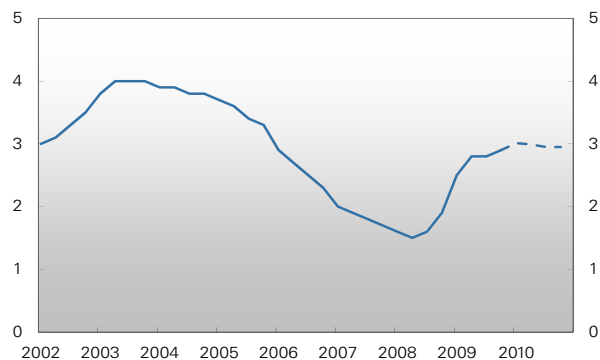
1) Anslag for arbeidsstyrken i alderen 15-74 fra 1. kv. 2010 - 4. kv. 2010 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Tabell 2.3 Vekst i befolkningen og arbeidsstyrken. Prosentvis endring fra foregående år

	2009	2010
Vekst i befolkningen i alderen 15-74 år	1½	1½
Bidrag fra endret befolknings-sammensetning	-¼	-½
Konjunkturtelt bidrag	-1¼	-¾
Vekst i arbeidsstyrken	0	¼

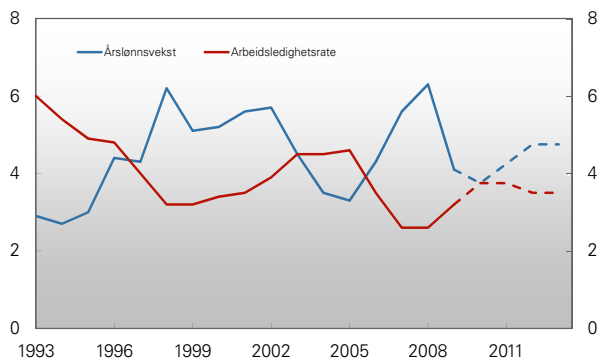
Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.22 Registrert ledighet. Prosent av arbeidsstyrken. Sesongjustert. 1. kv. 2002 – 4. kv. 2010<sup>1)</sup>



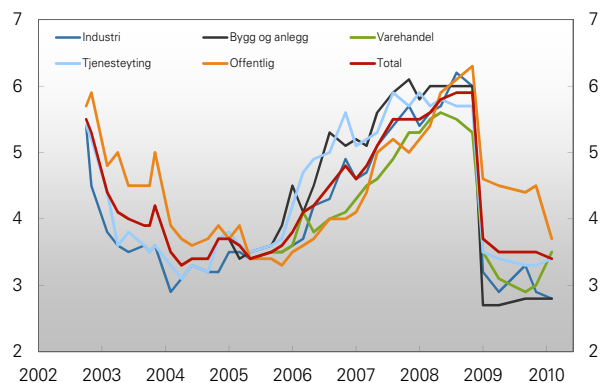
1) Anslag for 1. kv. 2010 – 4. kv. 2010 (stiplet)  
Kilder: NAV, Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2.23 Årslønnsvekst<sup>1)</sup> og arbeidsledighetsrate (AKU). Prosent. 1993 – 2013<sup>2)</sup>



1) Inkl. anslag for kostnader knyttet til økt ferie og innføring av obligatorisk tjenestepensjon  
2) Anslag for 2010 - 2013 (stiplet)  
Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) og Norges Bank

Figur 2.24 Forventet årslønnsvekst inneværende år. Prosent. Oktober 2002 – februar 2010



Kilde: Norges Banks regionale nettverk

lønnsanslag for 2010 er nedjustert med ½ prosentenheter, til 3¾ prosent, se figur 2.23. Usikkerheten i konkurranseutsatte virksomheter er fortsatt stor, og lønnsveksten hos handelspartnerne er lav. En reserve av utenlandske arbeidstakere og personer som midlertidig har trukket seg ut av arbeidsstyrken og som forholdsvis raskt kan vende tilbake, bidrar trolig til å dempe lønnsveksten. Samtidig er arbeidstakernes andel av inntektene i fastlandsøkonomien på et høyt nivå. På den andre siden stanser trolig arbeidsledigheten opp på et lavere nivå enn i tidligere nedgangskonjunkturer, og i deler av økonomien er ledigheten fortsatt lav. Høye strømpriser i 2010 på grunn av den kalde vinteren kan begrense veksten i kjøpekraften, men midlertidige svingninger i elektrisitetsprisen påvirker ikke reallønnsveksten over tid. Bedriftene i det regionale nettverket rapporterer om en forventet lønnsvekst i år på mellom 2,8 og 3,7 prosent, se figur 2.24. Ifølge Perducos undersøkelse for Norges Bank forventer partene i arbeidslivet at lønnsveksten i 2010 blir mellom 3,2 og 3,6 prosent.

## Forutsetninger om finanspolitikken og petroleumsinvesteringene fra 2010 til 2013

### Finanspolitikken

Finanspolitikken var svært ekspansiv i 2009. Med utgangspunkt i nysalderingen av budsjettet for 2009 kan økningen i det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet fra 2008 til 2009 anslås til 2,7 prosent av trend-BNP for Fastlands-Norge. Utgiftsveksten ble anslått til 10,6 prosent. Det oljekorrigerte underskuddet ble i nysalderingen anslått til 107,2 milliarder kroner, se figur 2.25. Det oljekorrigerte underskuddet økte med vel 95 milliarder kroner fra 2008 til 2009, hvorav de automatiske stabilisatorene utgjorde om lag halvparten.

I Nasjonalbudsjettet 2010 ble det lagt opp til en ytterligere, men mindre ekspansiv impuls til økonomien i år. I budsjettet ble det lagt til grunn at det strukturelle, oljekorrigerte underskuddet blir 148,5 milliarder kroner i 2010,

se figur 2.26. Dette underskuddet ble anslått å utgjøre 5,7 prosent av Statens pensjonsfond utland (SPU). Av statens ventede netto oljeinntekter i 2010 ble det anslått at 153,8 milliarder kroner brukes over statsbudsjettet, mens 66,6 milliarder kroner ville bli overført til SPU.

I våre anslag legger vi til grunn informasjonen fra nysalderingen av budsjettet samt anslagene i Nasjonalbudsjettet 2010. Dette innebærer at impulsen fra 2009 til 2010 fra finanspolitikken blir noe større enn lagt til grunn i forrige rapport. For 2011, 2012 og 2013 legger vi beregningsteknisk til grunn at det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet videreføres på nivået fra 2010, i tråd med de tekniske fremskrivningene i nasjonalbudsjettet, se figur 2.26. Disse fremskrivningene innebærer at det strukturelle, oljekorrigerede underskuddet gradvis vender tilbake til 4 prosent av SPU. Dette vil ifølge beregningene ikke skje før i 2018 selv om det tas hensyn til at verdien av SPU ved inngangen til 2010 var vel 40 milliarder kroner høyere enn lagt til grunn i nasjonalbudsjettet.

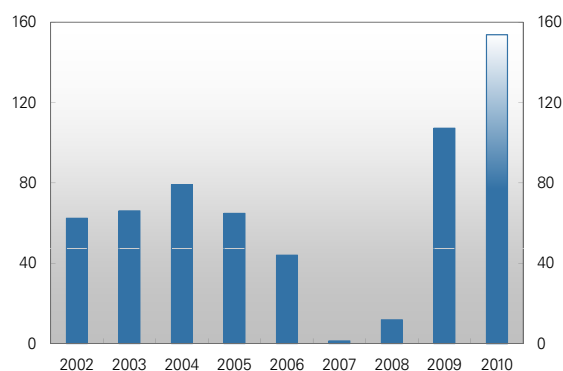
De foreløpige nasjonalregnskapstallene viste en svakere vekst i offentlig konsum og investeringer i 2009 enn anslagene i Nasjonalbudsjettet 2010. Dette er i tråd med at den underliggende offentlige utgiftsveksten i 2009 i nysalderingen ble noe lavere enn anslått i nasjonalbudsjettet. I våre anslag legger vi til grunn at noe av den offentlige utgiftsveksten er blitt skjøvet fra 2009 til 2010. Vi har således høyere vekst i offentlig konsum og investeringer i 2010 enn lagt til grunn i nasjonalbudsjettet.

### Petroleumsinvesteringene

Investeringene i petroleumsvirksomheten har økt betydelig de siste årene, se figur 2.27. Investeringstillingen fra Statistisk sentralbyrå viser at verdien av investeringene økte fra 124 milliarder kroner i 2008 til 135 milliarder kroner i 2009. Investeringene økte til tross for at flere prosjekter ble utsatt eller kansellert etter at finanskrisen inntraff høsten 2008. Det gjenspeiler at investeringene i 2009 i stor grad var bestemt av kontrakter som ble inngått før finanskrisen. Investeringene falt imidlertid betydelig gjennom 2009.

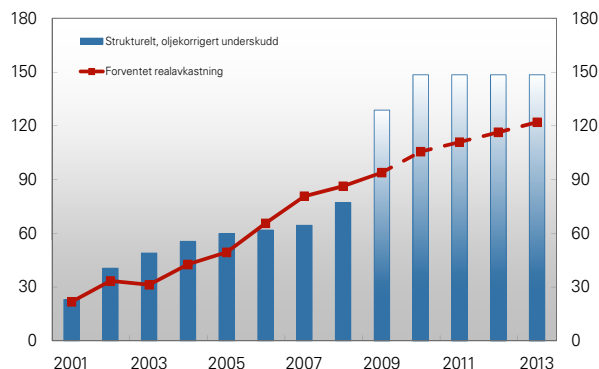
Vi legger til grunn at petroleumsinvesteringene vil falle

Figur 2.25 Oljekorrigerert budsjettunderskudd. Milliarder kroner. 2002 – 2010<sup>1)</sup>



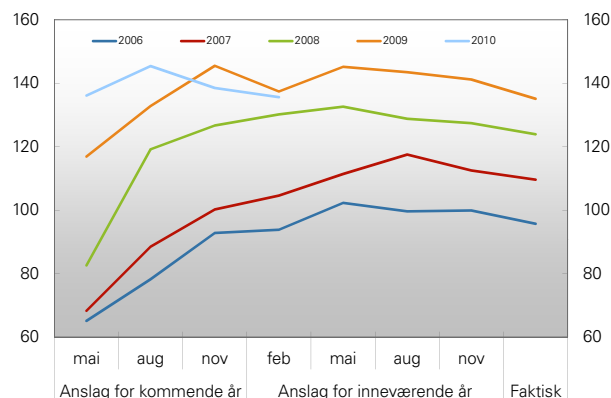
1) Anslag for 2010  
Kilde: Finansdepartementet

Figur 2.26 Strukturelt, oljekorrigerert underskudd og forventet realavkastning av Statens pensjonsfond utland. Milliarder 2010-kroner. 2001 – 2013<sup>1)</sup>



1) Anslag fra Finansdepartementet og Norges Bank for 2009/2010 – 2013  
Kilder: Finansdepartementet og Norges Bank

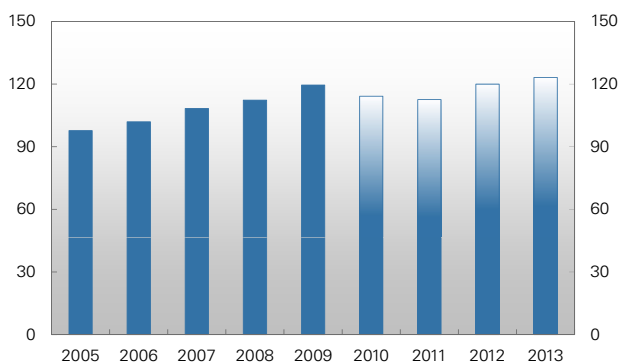
Figur 2.27 Investeringsstatistikk for petroleumsvirksomheten. Antatte og utførte investeringer. Milliarder kroner. 2006 – 2010



Kilde: Statistisk sentralbyrå



Figur 2.28 Petroleumsinvesteringer. Faste 2007-priser. Milliarder kroner. 2005 – 2013<sup>1)</sup>



1) Anslag for 2010 – 2013  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

ytterligere i år og neste år for så å ta seg opp i 2012 og 2013, se figur 2.28. Investeringsnedgangen for i år og neste år gjenspeiler at prosjekter er utsatt og at store investeringsprosjekter som Gjøa, Skarv og Valhall-videreutvikling går mot slutten. Nedgangen dempes imidlertid av at prosjektene Goliat og Gudrun, samt bygging av den nye boligplattformen på Ekofisk, ser ut til å komme i gang i løpet av året. I 2010 anslås de samlede petroleumsinvesteringene å falle med om lag 4½ prosent i volum målt mot investeringstallet for 2009 i kvartalsvis nasjonalregnskap (KNR).<sup>1</sup> Forventninger om fortsatt høy oljepris og igangsetting av nye prosjekter, blant annet i Ekofiskområdet, vil bidra til at investeringene tar seg opp mot slutten av fremskrivningsperioden.

1 Investeringstelingen tilsier at KNR-tallet for verdien av petroleumsinvesteringene i 2009 vil bli justert ned med nær 3 milliarder ved neste publisering.

# Utdyping

Etterprøving av anslagene for 2009

## Etterprøving av anslagene for 2009

Norges Banks anslag for den økonomiske utviklingen er et viktig grunnlag for pengepolitikken. Etterprøving av anslagene kan gi oss bedre innsikt i økonomiens virkemåte og bidra til å utvikle vårt analyseverktøy.

Norges Banks kortsiktige anslag er basert på en samlet vurdering av løpende informasjon og fremskrivninger av ulike modeller. Vårt system for sammenveining av korttidsmodeller, SAM,<sup>1</sup> gir innspill til korttidsanslagene for prisvekst og bruttonasjonalproduktet (BNP) for Fastlands-Norge, men anslagene vil kunne avvike fra SAM når det foreligger tilleggsmåling. På lengre sikt bygger anslagene på modellen NEMO, som er en aggregert likevektsmodell for norsk økonomi.<sup>2</sup> I denne utdypingen vurderer vi Norges Banks anslag for 2009.<sup>3</sup>

Norges Bank innretter pengepolitikken mot at inflasjonen over tid er nær 2,5 prosent. I normale situasjoner settes derfor renten slik at anslag for prisveksten er nær inflasjonsmålet på mellomlang sikt.

Finanskrisen høsten 2008 og utviklingen etterpå førte til at anslag for 2009 som ble gitt før krisen, ikke traff særlig godt. I forhold til anslagene vi ga høsten 2008, ble omslaget i norsk økonomi etter finanskrisen langt mer markert enn vi anslo. Den globale nedgangskonjunktoren ble dypere enn ventet. Dette førte til at etterspørselen etter norske eksportprodukter falt langt mer enn vi hadde lagt til grunn. I tillegg økte husholdningenes sparerate mer enn ventet, til tross for den store nedgangen i renten. Samtidig valgte bedriftene å holde på arbeidskraften selv om produksjonen falt. Nedgangen i produksjonsgapet ble dermed

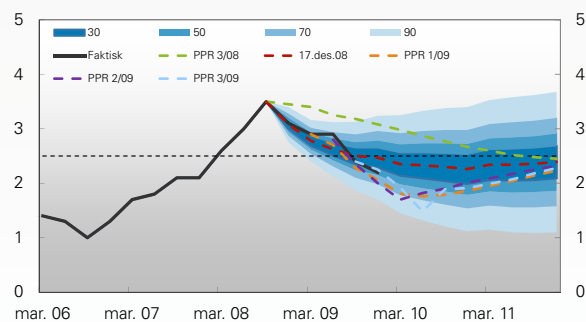
mindre enn det utviklingen i produksjonen skulle tilsi.

Nedenfor ser vi nærmere på våre anslag for 2009 som vi ga høsten 2008. Detaljerte anslag ble gitt i Pengepolitisk rapport 3/08 i slutten av oktober. Disse anslagene fanget ikke opp den fulle virkningen av krisen. Utsiktene svekket seg raskt i ukene etterpå, og allerede 17. desember 2008 la Norges Bank fram nye anslag, se tabell 1.

### Prisveksten lavere enn ventet

Anslaget for prisveksten i 2009 fra 17. desember 2008 traff nokså godt første halvår 2009, men prisveksten ble noe lavere enn først ventet i andre halvår, se figur 1. Det var spesielt prisveksten for norskproduserte varer og tjenester som avtok raskere enn vi anslo, noe som trolig skyldes at lav vekst i etterspørselen reduserte bedriftenes muligheter til å velte

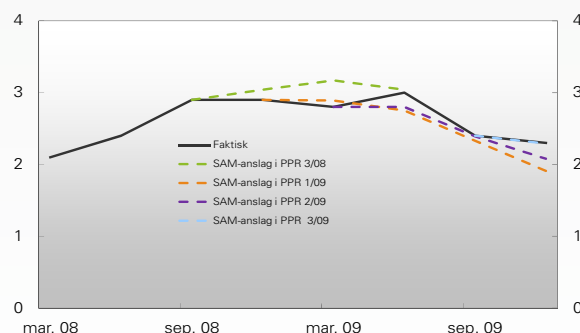
Figur 1 KPIXE<sup>1)</sup>. Faktisk utvikling og anslag i ulike rapporter. Usikkerhetsvifte fra rentemøtet 17. desember 2008. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Se *Staff Memo 7/2008* og *Staff Memo 3/2009* fra Norges Bank for omtale av KPIXE

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

Figur 2 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Faktisk utvikling og anslag fra SAM<sup>2)</sup> publisert på ulike tidspunkt. Firekvartalersvekst. Prosent. 1. kv. 2008 – 4. kv. 2009



1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

2) Se utdypingen "SAM - system av modeller for kortsiktige prognoser" i Pengepolitisk rapport 2/08

Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

kostnadene over i prisene. Mens konsumprisene (KPI) økte med 2,1 prosent i 2009, steg konsumprisene justert for avgiftsendringer og midlertidige endringer i energipriser (KPIXE) og konsumprisene justert for avgiftsendringer og uten energivarer (KPI-JAE) med 2,6 prosent.

Fremskrivningene for KPI-JAE fra vårt system for sammenveiling av korttidsmodeller, SAM, ga et godt bilde av bevegelsen gjennom året, se figur 2, og Norges Banks anslag lå nær disse.

Energiprisene falt markert etter finanskrisen, og bidro til at KPI og KPIXE gjennom 2009 ble lavere enn anslaget i Pengepolitisk rapport 3/08, se figur 1.

### Fall i aktiviteten

BNP for Fastlands-Norge falt med 1,5 prosent fra 2008 til 2009. Nivået på aktiviteten ble dermed klart lavere enn vi anslo i Penge-

politisk rapport 3/08, og fallet ble også noe større enn vi så for oss 17. desember 2008 og i Pengepolitisk rapport 1/09.

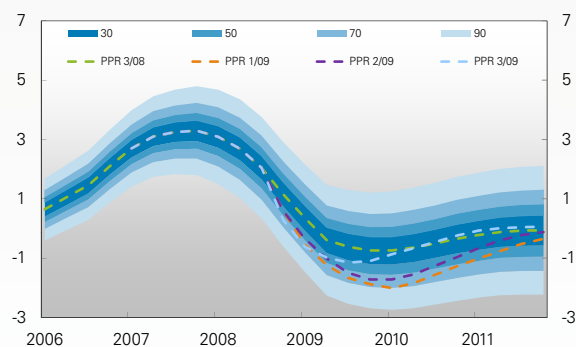
Det var særlig aktiviteten mot slutten av 2008 og i begynnelsen av 2009 som ble lavere enn vi anslo. Kraftigere fall i verdensøkonomien enn ventet, ga en betydelig dårligere utvikling i fastlandseksporten i 2009 enn anslått, spesielt tidlig på året. Økt usikkerhet om den økonomiske utviklingen, høye finansieringskostnader og innstramming i bankenes kredittpraksis bidro til lavere privat konsum og bedriftsinvesteringer enn ventet. Samtidig bidro lavere rente og prisvekst til større vekst i husholdningenes realinntekt. Spareraten økte derfor betydelig mer enn vi hadde anslått. I forhold til anslagene høsten 2008 ga den finanspolitiske tiltakspakken høyere offentlig etterspørsel, og fallet i oljeprisen bidro til å dempe veksten i petroleumsinvesteringene.

Ved inngangen til 2009 var kapasitetsutnyttningen lavere enn vi hadde sett for oss i Pengepolitisk rapport 3/08, se figur 3, og den falt videre fram mot sommeren. Til tross for at omslaget i økonomien ble kraftigere enn ventet, falt sysselsettingen mindre enn vi anslo høsten 2008, og klart mindre enn anslagene fra Pengepolitisk rapport 1/09. Bedriftene valgte å holde på arbeidskraften gjennom nedgangen. Ledigheten i 2009 ble om lag som anslått høsten 2008, men lavere enn anslått i Pengepolitisk rapport 1/09.

Anslagene fra SAM for utviklingen i BNP for Fastlands-Norge fanget heller ikke opp den brå nedgangen i økonomien i 2009, se figur 4, men ga en god prediksjon av den gradvise reduksjonen i fallet fra og med sist sommer.

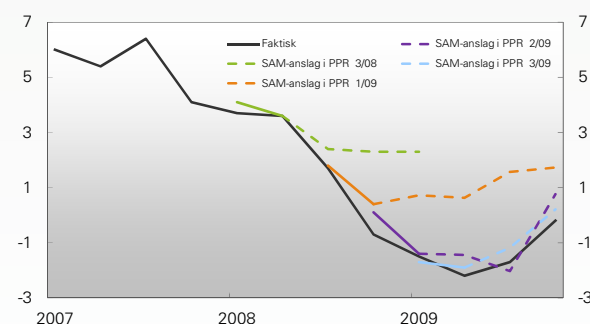
Også andre institusjoner justerte ned anslagene på veksten i BNP for Fastlands-Norge og for KPI

Figur 3 Produksjonsgap<sup>1)</sup>. Anslag i ulike rapporter. Usikkerhetsvifte fra PPR 3/08. Prosent. 1. kv. 2006 – 4. kv. 2011



1) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge  
Kilde: Norges Bank

Figur 4 BNP for Fastlands-Norge. Faktisk utvikling og anslag fra SAM<sup>1)2)</sup> i ulike rapporter. Firekvartalersvekst. Volum. Sesongjustert. Prosent. 1. kv. 2007 – 4. kv. 2009



1) Se utdypingen "SAM - system av modeller for kortstiktige prognoser" i Pengepolitisk rapport 2/08  
2) De heltrukne linjene i SAM-seriene viser BNP for Fastlands-Norge i følge kvartalsvis nasjonalregnskap da anslagene ble laget  
Kilder: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

mot slutten av 2008, men gjorde små endringer i anslagene for underliggende inflasjon, se figurene 5, 6 og 7.<sup>4</sup>

### Stor nedgang i renten

Til tross for en kraftig rentenedgang mot slutten av 2008 ble styringsrenten satt videre ned i 2009, og til under prognosen fra 17. desember, se figur 8. Renteprognosen ble justert ytterligere ned i Pengepolitisk rapport 1/09.

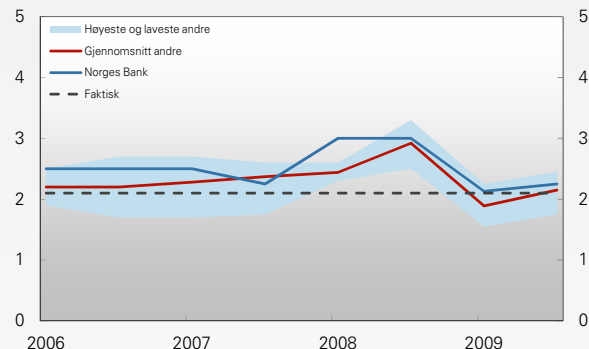
Nedjusteringen skyldtes blant annet lavere vekstutsikter både ute og hjemme og lavere inflasjonsutsikter. I juni var renten satt ned til et historisk lavt nivå.

Fra sommeren 2009 tydet ny informasjon på at norsk økonomi hadde klart seg bedre enn fryktet og at oppgangen i norsk økonomi kunne komme noe tidligere enn ventet. Anslagene på veksten i BNP hos handelspartnerne ble

også noe oppjustert. Samtidig så det ut til at produktiviteten i bedriftene ble lavere enn tidligere anslått, og anslaget for den underliggende prisveksten ble noe hevet. Prognosen for styringsrenten ble noe oppjustert både i Pengepolitisk rapport 2/09 og 3/09, og styringsrenten ble satt opp med til sammen 0,5 prosentenheter mot slutten av året.

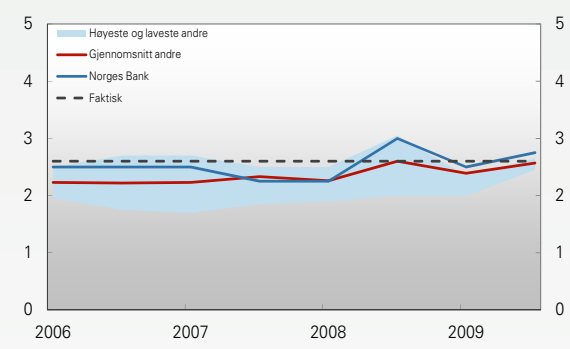
Endringen i renteprognosen gjen-

Figur 5 KPI. Anslag på årsvekst for 2009 gitt på ulike tidspunkt.<sup>1)</sup> Halvårstall<sup>2)</sup>. Prosent. 1. halvår 2006 – 2. halvår 2009



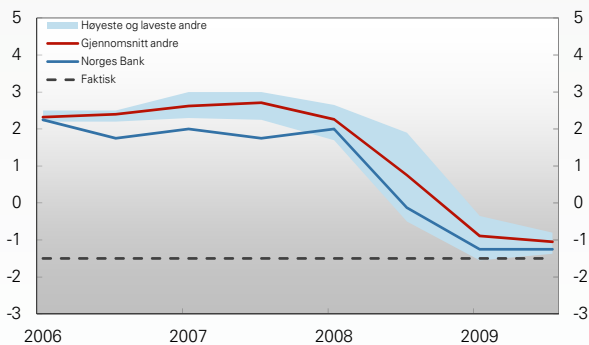
- 1) Høyeste og laveste anslag fra andre institusjoner enn Norges Bank er markert med det blå intervallet. Den røde linjen er et gjennomsnitt av anslagene fra de andre institusjonene
  - 2) Anslagene er beregnet som halvårslige gjennomsnitt fra hver enkelt institusjon
- Kilder: Norges Bank og rapporter fra de ulike institusjonene

Figur 6 KPI-JAE<sup>1)</sup>. Anslag på årsvekst for 2009 gitt på ulike tidspunkt.<sup>2)</sup> Halvårstall<sup>3)</sup>. Prosent. 1. halvår 2006 – 2. halvår 2009



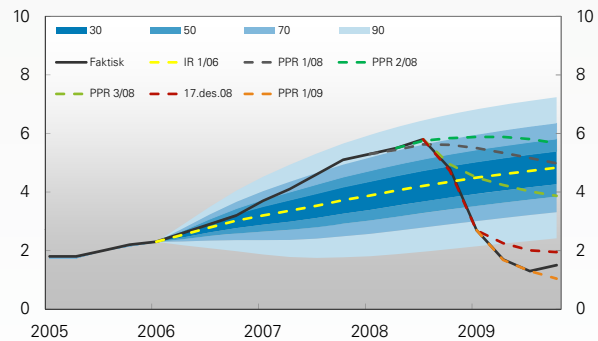
- 1) KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer
  - 2) Høyeste og laveste anslag fra andre institusjoner enn Norges Bank er markert med det blå intervallet. Den røde linjen er et gjennomsnitt av anslagene fra de andre institusjonene
  - 3) Anslagene er beregnet som halvårslige gjennomsnitt fra hver enkelt institusjon
- Kilder: Norges Bank og rapporter fra de ulike institusjonene

Figur 7 BNP for Fastlands-Norge. Anslag på årsvekst for 2009 gitt på ulike tidspunkt.<sup>1)</sup> Halvårstall<sup>2)</sup>. Prosent. 1. halvår 2006 – 2. halvår 2009



- 1) Høyeste og laveste anslag fra andre institusjoner enn Norges Bank er markert med det blå intervallet. Den røde linjen er et gjennomsnitt av anslagene fra de andre institusjonene
  - 2) Anslagene er beregnet som halvårslige gjennomsnitt fra hver enkelt institusjon
- Kilder: Norges Bank og rapporter fra de ulike institusjonene

Figur 8 Styringsrente. Faktisk utvikling og anslag i ulike rapporter. Usikkerhetsvifte fra Inflasjonsrapport 1/06. Kvartalstall. Prosent. 1. kv. 2005 – 4. kv. 2009



Kilde: Norges Bank

nom året under ett var ikke store, se figur 9.<sup>5</sup>

### 2009 i et lengre perspektiv

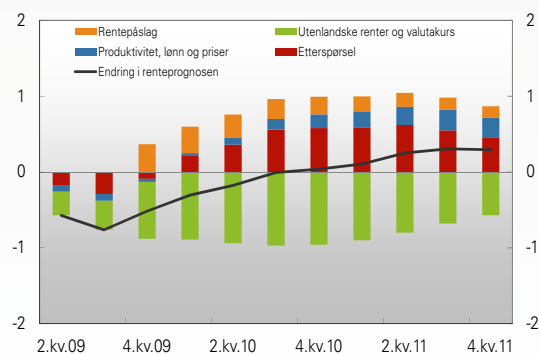
Norges Banks første anslag for 2009 ble publisert i 2006. Den underliggende prisveksten var da godt under målet, men veksten i økonomien var høy. Styringsrenten var lav og gradvis på vei oppover, se figur 8. Vi la til grunn at den lave renten og høy kapasitetsutnyttning ville bringe inflasjonen opp til målet i løpet av 2009. Prognosene fra andre institusjoner viste en prisvekst på i underkant av 2,5 prosent for 2009, se figurene 5 og 6.

Konjunkturoppgangen ble sterkere enn vi først ventet, og styringsrenten ble satt opp raskere enn prognosen fra 2006. Sommeren 2008 hadde inflasjonen kommet noe over målet. Utsiktene ble brått endret da finanskrisen høsten 2008 førte verdensøkonomien inn i en kraftig nedgangskonjunk-

tur. I Pengepolitisk rapport 3/08 og ved rentemøtet 17. desember 2008 nedjusterte Norges Bank vekstanslagene for BNP for Fastlands-Norge i 2009, og også inflasjonsanslagene ble trukket ned, se figurene 5, 6 og 7.

- 1 Se utdypingen "SAM – System av modeller for kortsiktige prognoser" i *Pengepolitisk rapport 2/08*.
- 2 Se artikkelen "NEMO – en ny makromodell for prognoser og pengepolitisk analyse" i *Penger og Kredit* 1/2008.
- 3 I Staff Memo "Etterprøving av Norges Banks anslag for 2009" som publiseres i mai, foretas det en grundigere vurdering av anslagene for 2009.
- 4 Anslagene er fra følgende institusjoner: Danske Bank, DnB NOR, Finansdepartementet, Handelsbanken, Nordea, Næringslivets Hovedorganisasjon, SEB og Statistisk sentralbyrå. Kun et fåtall av institusjonene ga anslag for 2009 i 2006 og 2007.
- 5 For nærmere omtale av endringene i renteprogno- sene gjennom 2009, se *Norges Bank årsmelding og rekneskap 2009*, som publiseres 26. mars.

Figur 9 Faktorer bak endringer i renteprogno- sen fra rentemøtet 17. desember 2008 til Pengepolitisk rapport 3/09.<sup>1)</sup> Prosentenheter. 2. kvartal 2009 – 4. kvartal 2011



1) Stolpene i figuren er en beregningsteknisk illustrasjon av hvordan ulike nyheter og skjønsmessige vurderinger slo ut i endringer i renteprogno- sen  
Kilde: Norges Bank

Tabell 1 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser for 2009. Fra Pengepolitisk rapport 3/08 til Pengepolitisk rapport 3/09. Prosentvis endring fra 2008 der annet ikke fremgår.

	PPR 3/08	17. des. 08 <sup>1)</sup>	PPR 1/09	PPR 2/09	PPR 3/09	Faktisk <sup>2)</sup>
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI	3		2	2¼	2¼	2,1
KPI-JAE	3		2½	2½	2¾	2,6
KPIXE	3¼	2½	2½	2½	2½	2,6
Årslønn <sup>3)</sup>	4¾		4	4	4	4,1
<b>Realøkonomi</b>						
BNP	1		-1¼	-1½	-1½	-1,5
BNP for Fastlands-Norge	¼	-½	-1	-1½	-1¼	-1,5
Produksjonsgap for Fastlands-Norge <sup>4)</sup>	-¼		-1¼	-1¼	-1	-1
Sysselsetting, personer	-¾		-1½	-½	-¼	-0,4
Arbeidsstyrke, AKU	0		0	½	¼	0
AKU-ledighet (rate)	3¼		4¼	3½	3¼	3,2
<b>Etterspørsel</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge	-1¼		-1¼	-1¼	0	-1,2
- Privat konsum	¾		0	-¼	0	0
- Offentlig konsum	3½		5¼	5¾	5¾	5,2
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	-14		-13½	-13	-7½	-12,1
Petroleumsinvesteringer	10		2½	5	7½	6,4
Eksport fra Fastlands-Norge	¾		-7¼	-9½	-9¼	-5,8
Import	-1¼		-5¼	-6¾	-8	-9,7
<b>Rente og valutakurs</b>						
Styrringsrente (nivå)	4¼	2¼	1¾	1¾	1¾	1,8
Importveid valutakurs (I-44)	94,2		95	96	94	93,8
<b>Internasjonal økonomi og oljepris</b>						
BNP for handelspartnere <sup>5)</sup>	½	-½	-3	-4	-3½	-3,4
Internasjonale prisimpulser	½		-1½	-1¾	-½	-0,6
Oljepris, USD per fat (nivå)	71,9		48,9	61,2	61,6	63,3

1) Ved rentemøtet 17. desember 2008 la Norges Bank fram nye anslag for rentebanen og noen få hovedstørrelser

2) Tall fra nasjonalregnskapet er foreløpige

3) Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

4) Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge.

5) Eksportvektet, 26 viktige handelspartnere. Kilde: Nasjonale kilder

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU), Thomson Reuters og Norges Bank

## Vedlegg

Oversikt over utdypinger 2006 – 2010

Publikasjoner i 2009 og 2010 på Norges Banks nettsider

Oversikt over bedrifter og virksomheter i Regionalt nettverk

Oversikt over rentemøter i Norges Bank

Tabeller og detaljerte anslag



## Oversikt over utdypinger 2006 – 2010

### 1/2010:

Nivået på den normale renten  
Etterprøving av anslagene for 2009

### 3/2009:

Avviklingen av ekstraordinære tiltak  
KPI justert for frekvens av prisendringer (KPI-FV)

### 2/2009:

Ordningen med bytte av statspapirer mot obligasjoner  
Strukturell likviditet  
Husholdningenes tilpasning

### 1/2009:

Dyp lavkonjunktur i verdensøkonomien  
Etterprøving av anslagene for 2008

### 3/2008:

NIBOR-markedet  
Tiltak mot finanskrisen i Norge  
Hvordan påvirker finanskrisen veksten i norsk økonomi?  
Noen begivenheter i finansmarkedene siden juni

### 2/2008:

Underliggende inflasjon  
SAM – System av modeller for kortsiktige prognoser

### 1/2008:

Faktorer bak veksten i internasjonale og norske matvarepriser  
Kryssjekker for kronekursen  
Etterprøving av anslagene for 2007

### 3/2007:

Likviditetsstyringen i Norges Bank  
Tiltak fra sentralbankene i forbindelse med uroen i finansmarkedene  
Husholdningenes sparing  
NEMO – en ny makromodell for anslag og pengepolitisk analyse

### 2/2007:

Er inflasjonen internasjonalt på vei opp?  
Hva skjer med produktivitsveksten?  
Hvor ofte endrer bedriftene sine priser?

### 1/2007:

Rammes verdensøkonomien av en konjunkturedgang i USA?  
Usikkerhet om lønnsveksten fremover  
Konkurransen og priser  
Etterprøving av anslagene for 2006

### 3/2006:

Usikkerheten i produksjonsgapet

### 2/2006:

Penger, kreditt og priser – en monetær kryssjekk  
Utenlandsk arbeidskraft i Norge  
Kortsiktige prognoser for BNP-veksten i Fastlands-Norge

### 1/2006:

Valg av rentebane i prognosearbeidet  
Produktiviteten i Fastlands-Norge  
Rentemarkedet og konjunkturutsiktene i USA  
Etterprøving av anslagene for 2005

## Publikasjoner i 2009 og 2010 på Norges Banks nettsider

### Aktuell kommentar

Serien består av kortere, signerte artikler om aktuelle økonomiske problemstillinger.

- 2010/2 *Offentlige finanser – den krevende veien tilbake til en bærekraftig situasjon.* Unni Larsen og Bente Støholen
- 2010/1 *Hva er nivået på den normale renten?* Tom Bernhardsen og Arne Kloster
- 2009/9 *Bolig og gjeld.* Bjørn Helge Vatne
- 2009/8 *Fremvoksende økonomier – en stadig større drivkraft for verdensøkonomien.* Sofie Jebsen, Unni Larsen og Bente Støholen
- 2009/7 *KPI-FV: En frekvensvektet indikator for underliggende prisvekst.* Agnes Marie Simensen og Fredrik Wulfsberg
- 2009/6 *En foreløpig stopp i arbeidsinnvandringen?* Kaj W. Halvorsen, Marie Norum Lerbak og Haakon Solheim
- 2009/5 *IMF i endring – Lån fra Norges Bank.* Morten Jonassen, Bente Støholen og Pål Winje
- 2009/4 *Har husholdningene for høy gjeld i forhold til inntekten?* Tor Oddvar Berge og Bjørn Helge Vatne
- 2009/3 *Norske kroner ingen trygg havn.* Aleksander Flatner
- 2009/2 *Sammenhengen mellom styringsrenten og pengemarkedsrentene.* Ida Wolden Bache og Tom Bernhardsen
- 2009/1 *Økte risikopremier på statsgjeld.* Tom Bernhardsen og Terje Åmås

### Staff Memo

Staff Memo inneholder utredninger og dokumentasjon skrevet av Norges Banks ansatte og andre forfattere tilknyttet Norges Bank.

- 2010/3 *Risikopremien på norske kroner* Leif Andreas Alendal
- 2010/2 *Background information, annual address 2010.* Norges Bank Monetary Policy
- 2010/1 *Dokumentasjon av enkelte beregninger til årstalen 2010.* Norges Bank Pengepolitikk
- 2009/11 *Beregning av vektorer til regionalt nettverk.* Kjetil Matinsen og Fredrik Wulfsberg
- 2009/10 *Banking crisis resolution policy – different country experiences.* David G. Mayes
- 2009/9 *Norges Bank. Grunntrekk i administrasjon, oppgaver og historie.* Egil Borlaug og Turid Wammer
- 2009/8 *Money and credit in Norway.* Christian Kascha
- 2009/7 *Grunnbalansen/The basic balance.* Kathrine Lund
- 2009/6 *Solvensavstand og andre risikoindikatorer for banker.* Per Atle Aronsen og Kjell Bjørn Nordal
- 2009/5 *Costs in the Norwegian payment system: questionnaires.* Olaf Gresvik og Harald Haare
- 2009/4 *Costs in the Norwegian payment system.* Olaf Gresvik and Harald Haare
- 2009/3 *Teknisk beregning av KPIXE.* Marius Nyborg Hov
- 2009/2 *Renter og rentemarginer.* Asbjørn Fidjestøl
- 2009/1 *Effekten av en inndragning av 50-øremynten på inflasjonen.* Fredrik Wulfsberg

## Penger og Kreditt

Norges Banks fagtidsskrift. Artikkene er skrevet av medarbeidere i Norges Bank, og har vært gjennom fagfelleevaluering før publisering.

### 2009/2:

*Produktivitetsutviklingen i Norge 1948–2008.* Kåre Hagelund

*Regionalt nettverk: Fersk og nyttig informasjon.* Henriette Brekke og Kaj W. Halvorsen

*Husholdningenes nettofinansinvesteringer – hva sier mikrodataene?* Magdalena D. Riiser

### 2009/1:

*Etterprøving av Norges Banks anslag for 2008.* Bjørn E. Naug

*Kostnader i betalingssystemet.* Olaf Gresvik og Harald Haare

*Virkelig verdi i regnskapet.* Sigbjørn Atle Berg

*Makroøkonomiske sjokk – effekter på sysselsetting og arbeidstilbud.* Haakon Solheim

*Økonomiske perspektiver. Foredrag av sentralbanksjef Svein Gjedrem på Norges Banks representantskapsmøte torsdag 12. februar 2009*

## Regionalt nettverk – Bedrifter og virksomheter som er blitt kontaktet i arbeidet med Pengepolitisk rapport 1/10

3B-Fiberglass Norway AS	Asplan Viak AS, Trondheim	Brødrene Røsand AS
3T Produkter AS	Atelier Ekren AS	BSH husholdningsapparater AS
62 Nord AS	Aukra Midsund offshore AS	Bunnpriskjeden AS
7. himmel AS	Avantor ASA	Busengdal transport AS
Acando AS	Avinor AS, Trondheim lufthavn	Byggma ASA
Account-IT AS	Baker Hughes Norge AS	Byggmester Grande AS
Adam og Eva frisør AS	Bardu kommune	Byggmester Markhus AS & Markhus bygg AS
Adecco Norge AS, Trondheim	Bates United AS	Børstad transport AS
Adresseavisen AS	Bautas AS, Trondheim	Cappgemini Norge AS, Trondheim
Advokatfirmaet Schjødt AS	BearingPoint Norway AS	Carshine AS
Ahead frisør	Beitostølen Resort AS	CC Mart'n Gjøvik drift AS
Air Products AS	Bergen Group ASA	Chiron AS
Aker Pusnes AS	Bergen kino AS	Clarion Hotel Ernst AS
Aker Stord AS	Bergene Holm AS	Clas Ohlson AS
Aker Verdal AS	Bergens tidene AS	Color Line AS
Aktietrykkeriet AS	Berg-Hansen reisebureau AS	Comfort Hotel Hammer AS
Alcoa Norway ANS	Berg-Hansen reisebureau AS, Kristiansand	Comrod AS
Alcoa Norway ANS, Lista	Bertel O. Steen Rogaland AS	ConocoPhillips Norge
Alcoa Norway ANS, Mosjøen	Betong Øst AS	Coop elektro, Bodø
Alleen auto AS	Biltema Sørlandsparken	Coop NKL BA
Alu-rehab AS	Biobag International AS	Coop Nord SA
Amfi drift AS	Birkenes byggsenter AS	Coop Vest BA
A-møbler AS	Bjerkreim kommune	Coop Økonom BA
Andøy kommune	Bjørge ASA	Cowi AS
Anleggsgartnerfirma Strandman AS	BKK AS	Cowi AS, Trondheim
Apollo reiser	Black Design AS	CSC Norge AS
Apply TB AS	Bohus Bomøbler AS	Dale bruk AS
APS Norway AS	Bohus interiørsenter AS	Dark AS
Aquaterm AS	Bohus møbelhuset AS	Dedicare AS
Arbor-Hattfjellidal AS	Borealis arkitekter AS	Deloitte AS, Stavanger
Arendal auto AS	Br. Reme AS	Devold of Norway AS
Arendal bryggeri AS	Bravida AS	Diakonhjemmet
Arki arkitektar AS	Brende AS	Dinamo Norge AS
Arntzen de Besche advokatfirma AS	Britannia Hotel AS	DnB NOR bank ASA, Kongsvinger
Artec Aqua AS	Brude Safety AS	DnB NOR eiendom AS, Alta
Asker kommune	Brunvoll AS	DnB NOR næringsmegling AS, Trondheim
Asplan Viak AS, Stavanger	Brødrene Bakk AS	DNH Den norske høyttalerfabrikk
	Brødrene Dahl AS	

AS	Bjørke AS	Grieg Logistics AS
Dokka Fasteners AS	Fame fotografene AS	Grilstad AS, Brumunddal
Dokken og Moen murmesterforretning AS	Farsund bygg AS	G-Sport Nord AS
Dolly Dimple AS	Felleskjøpet Rogaland Agder BA	Gudbrandsdalens uldvarefabrik AS
Doosan Moxy AS	Fesil AS, Rana metall	Gunnar Hippe AS
Du verden AS	Findus industrier AS	Gunnar Klo AS
EDB Business Partner ASA	Finnmark mur og puss AS	H & M Hennes & Mauritz AS
EFD Induction AS	Finsbråten AS	H. Mydland AS
Egersund Group AS	Firda media AS	Hadsel kommune
Eidskog kommune	Fitjar kommune	Hafjell alpintenter AS
Eiendomsmegler 1 AS	Fjord Line AS	Halden kommune
Eiendomsmegler 1 SR-eiendom AS	Fjord1 MRF AS	Hamar kommune
Eiendomsmegleren Nord Norge AS	Flekkfjord kommune	Hammerø & Storvik Molde AS
Eiendomsspar AS	Flora kommune	Hamworthy AS
Eiendomsør og bygg AS	FMC Technologies AS	Handelsbanken, Trondheim
Eigersund kommune	Fokus bank	Handelshuset Martinsen AS
Ekornes ASA	Fokus bank, Tromsø	Handicare AS, Lillehammer
Elektro Bodø AS	Fokus Krogsveen AS	Harila Alta AS
Elektrotema Agder AS	Fossberg hotell AS	Harstad sparebank
Elkem AS, Salten verk	FotoKnudsen AS	Hedalm Anebyhus AS
Elkem Thamshavn AS	Framnes fiskeindustri AS	Hedalm Anebyhus AS, Nord-Vest
Elkjøp giganten Forus	Franzefoss pukk AS	Hedmark fylkeskommune
Elkjøp stormarked Bodø	Fredrikstad kommune	Hegnar hotell AS
Ellingsen Seafood AS	Frost entreprenør AS	Helgeland rør AS
Elprice AS	Fuglefjellet AS	Hellvik hus AS
Eltak ASA	Fugro Oceanor AS	Helse Bergen HF
Entreprenør M Kristiseter AS	Fædrelandsvennen AS	Helse Finnmark HF
Eramet Norway AS	Galvano AS	Helse Midt-Norge RHF
ErgoGroup AS	Gausdal Bruvoll BA	Hogg Robinson Nordic AS
ErgoGroup AS, Furnes	Geelmuyden Kiese AS	Holm grafisk AS
Ernst & Young AS, Stavanger	Gilstad trelast AS	Hordaland fylkeskommune
Ernst & Young AS, Tromsø	Gjensidige forsikring BA, Hamar	Hotel Norge AS, Kristiansand
Esko-Graphics Kongsberg AS	Gjensidige forsikring BA, Ålesund	Hotel Central, Elverum
Esmeralda AS	Gjøvik kommune	Hotell Wessel
Euronics Norge AS	Glamox ASA	HTH kjøkken Oslo AS
Europris Sørlandsparken Pluss	Glåmdalen AS	Hunton fiber AS
Evje- og Hornnes kommune	Godstrafikk og bilspedisjon AS	Hurtigruten ASA
Fabelaktiv AS	Goman bakeriet AS, Trondheim	Hydro Aluminium Profiler AS
Fagbokforlaget Vigmostad &	Gran Taralrud AS	Håg AS
	Gravdahl AS	Hårek AS
	Grenland Group ASA	IBM Norge
	Grenland Group ASA	

ICA Norge AS	Laerdal Medical AS	Modern design AS
Ide møbler Bodø AS	Landteknikk fabrikk AS	Moderne byggfornyelse AS
IKEA AS, Forus	Langmorkje almenning	Moelven Wood AS
IKEA Norge AS	Larvik kommune	Moi rør AS
Industriverktøy AS	Leif Gromstads auto AS	Molde kommune
Industrivisualisering AS	Leiv Sand transport AS	Multi elektro AS
Innoventi AS	Leksvik kommune	Multiconsult AS
Innvik Sellgren industrier AS	Lena maskin AS	Multimaskin AS
Interfil AS	Leonhard Nilsen & Sønner AS	Myklebust AS
ISS Facility Services AS, region	Lerum fabrikk AS	Møbelringen AS
Telemark & Vestfold, Østfold, Buskerud	Lerøy Hydrotech AS	Møllergruppen AS
IT partner Tromsø AS	Lindorff AS	Møre båtservice AS
Itella Logistics AS	LKAB Norge AS	Møre eiendomsmegling AS
Ivar Mjøland AS	Lom kommune	Møretre AS
JC Decaux Norge AS	Lom møbelindustri AS	Nannestad kommune
Jernbaneverket	Lom og Skjåk sparebank	Naper informasjonsindustri AS
Jernia ASA	Loppa kommune	Narvik kommune
Jiffy Products International AS	LPO arkitekter AS	Narvik megler'n AS
JM byggholt AS	Lundegården Bar & Brasserie AS	National Oilwell Varco Hjelset AS
John Galten AS	Luxo Norge AS, Kirkenær	NAV Aust-Agder
Jotunheimen og Valdresruten bil-selskap AS	Lycro AS	NAV Sør-Trøndelag
Kappahl AS	Madsen bil AS	NAV Vest-Agder
KBS kjøpesenter	Madshus AS	NAV Vestfold
Kirkenes trelast AS	Malvik kommune	Nera Networks AS
Kirkestuen transport AS	Manpower AS	Nerland granitindustri AS
Kjeldstad trelast AS	Manpower AS, Hedmark og Oppland	Nettbuss Sør AS
Kjøpmannshuset Norge AS	Manpower AS, Nordmøre og Romsdal	Noodt & Reiding AS
Kleive betongbygg AS	Marine installasjoner AS	Norac AS
Klepp sparebank	Mascot Electronics AS	Norconsult AS, Bodø
Klæbu kommune	Maskinentreprenør Herbjørn Nilsen AS	Nord Norsk dekkimport AS
Kongsberg Automotive AS, Raufoss	MaxMat AS	NorDan AS
Kongsberg Automotive ASA	Melbu Systems AS	Nord-Aurdal kommune
Kosbergs arkitektkontor AS	Melhus kommune	Nordea bank Norge ASA
KPMG AS	Melvær & Lien ide-entreprenør AS	Nordea bank Norge ASA, Bodø
KPMG AS, Trondheim	Meny, Sogndal	Nordea bank Norge ASA, Kristiansand
Kraft Foods Norge AS	Mercursenteret AS	Nordea bank Norge ASA, Ålesund
Kragerø kommune	Mezina AS	Nordek AS
Kristiansand kommune	Midsund bruk AS	Nordic Comfort Products AS
Kruse Smith AS	Mjosundet båt og hydraulikk AS	Nordic Paper AS
		Nordlaks AS
		Nordox AS

Norgesmøllene AS, Buvika	Porsgrunds porselænsfabrik AS	Saint Gobain Ceramic Materials AS
NorLense AS	PricewaterhouseCoopers AS	Sandnes kommune
Norplasta AS	PricewaterhouseCoopers AS, Sandnes	SandnesGarn AS
Norsk stål AS, Brumunddal	Primahus AS	Sarpsborg kommune
Norsk tipping AS	Privatmegleren AS	SB transport AS
Norske skogindustrier ASA	Proffice AS, Gjøvik	ScanPartner AS
Norske skogindustrier ASA, Skogn	Prognosesenteret AS	Securitas AS, Trondheim
Norspace AS	Protech AS	Selvaag gruppen AS
Nortrans Touring AS	PS Data	SF kino Stavanger/Sandnes AS
Nortura BA, Trondheim	Q-Free ASA	Siemens AS, Bergen
Norwegian Air Shuttle ASA	Quality Hotel Sogndal AS	Siemens AS, Building Technologies
Notabene Søregeaten	Radisson Blu Lillehammer Hotel	Siemens Oil & Gas Norway
Næringsforeningen i Trondheim	Radisson Blu Scandinavia Hotel, Oslo	Simon Møkster Shipping AS
Nøsted kjetting AS	Rambøl Unico AS	Sjøvik AS
Oasen storsenter, Karmsund	Rambøll Norge AS	Skagen brygge hotell AS
Officelink AS	Rambøll Norge AS, Lillehammer	Skanem Moss AS
Offshore Simulator Centre AS	Rana plast AS	Skanska Norge AS
Oljedirektoratet	Rauma kommune	Skanska Norge AS, Indre Østland (Moelv)
Optimera AS, region Sør	Reber Schindler heis AS	Skanska Norge AS, region Midt-Norge
Optimera AS, region Vest	REC Wafer Norway AS	Skanska Norge AS, region Rogaland bygg
Opus AS	Refa Frøystad Group AS	Skanska Norge AS, Sør (Arendal)
Oras AS	Remøy Shipping AS	Skanska Norge AS, Øst (Tønsberg)
Oras Trondheim AS	Renates dag spa AS	Skarvik AS
Orica Mining Services	Renés barnevogner AS	Skeidar Ålesund AS
Orkdal installasjon AS	Rensieriet Sandnes AS	Skeie AS
Oscar Sylte mineralvannsfabrikk AS	Rescon Mapei AS	Skibsplast AS
Oshaug metall AS	Rica Hotels AS	Skien kommune
Oslo kommune	Rica Hotels Finnmark AS	Skodje byggvare AS
Oswo AS	Rica Hotels Midt-Norge AS	Slatlem & Co AS
Ottadalen mølle AL	Riibe mynthandel AS	Slipen mekaniske AS
Otteren AS	Ringerike kommune	Sodexo Remote Sites Norway AS
Ottesen & Dreyer AS	Ringnes AS	Solstad offshore ASA
Partner mote AS	Risa AS	Sortland entreprenør AS
Paulsen eiendom AS	Rockwool AS	Sortland reisebyrå AS
Peab AS	Rogne bygg AS	Sparebank 1 SR-bank
Pedagogisk vikarsentral AS	Rosenborg malerteam AS	Sparebank 1 Vestfold
Per Strand AS	Rød tråd AS	Sparebanken Nord-Norge
Per Aaland AS	Rørleggeren	
PipeLife Norge AS	Røstad entreprenør AS	
Plastsveis AS	Raaen entreprenører AS	
Pon Power		

Sparebanken Sogn og Fjordane	Timpex AS	Vestbase AS
Sparebanken Sør, Farsund	Tine meieriet Øst BA	Vesteråls-revisjon AS
Sparebanken Øst	Tine meieriet Sør BA	Vestre Viken HF
Spenncon AS	Tine meieriet Vest BA	Veøy AS
Sport & rekreasjon AS	Tinn kommune	VIBO entreprenør AS
Sportshuset AS	Titania AS	Vikenco
Stange kommune	TNS Gallup AS	Vikomar AS
Startour-stjernereiser AS	To rom og kjøkken	Vital forsikring ASA
Statens vegvesen	Top Temp bemanning AS	Vokks installasjon AS
Stavanger universitetssykehus HF	Toten bygg og anlegg AS	Vågan kommune
Stillasservice AS	Toyota Nordvik AS	Vågå kommune
Stjørdal kommune	Toyota Norge AS	Våler bygg AS
Stokke gruppen AS	Toyota Sørvest AS	Washington Mills AS
Stordal kommune	Trehuseksperten AS	Wennbergs trykkeri AS
Stor-Elvdal kommune	Trelleborg Viking AS	Westre bakeri AS
Strand Sea Service AS	Triplex AS	XXL sport & villmark AS
Strandtorget kjøpesenter	Trondheim stål AS	YC rør AS
Studentsamskipnaden i Agder	Trondheim torg	YIT Building Systems AS, Bodø
STX Norway Offshore AS, Aukra	Trondheimsfjorden interkommunale havn IKS	YIT Building Systems AS, Kristiansund
Sulland auto AS, Hamar	TT anlegg AS	Ø M Fjeld AS
Sult AS	Tvedestrand kommune	Økonor Flisa AS
Surnadal kommune	Ulstein verft AS	Ølen betong AS
Sykehuset Telemark HF	Umoe Catering AS	Ørland transport AS
Sykehuset Telemark HF	Umoe Mandal AS	Østbø AS
Syljuåsen AS	Unex AS	Øster hus gruppen AS
Sylteosen holding AS	Unifab AS	Østereng & Benestad AS
Synnøve Finden ASA	Union Hotel Geiranger AS	Øystre Slidre kommune
Synsam Norge AS	Universitetssykehuset Nord-Norge HF	Ålesund storsenter AS
Sør-Trøndelag fylkeskommune	Vadsø kommune	Aarsland møbelfabrikk AS
Søstrene Karlsen AS	Valdres auto AS	Aasen bygg AS
T. Stangeland maskin AS	Valdres last AS	
Tannum AS	Valdres regnskap AS	
Taxi Sør AS	Valdresbygg AS	
Tele2 Norge AS	Vale Manganese Norway	
Tele-Connect Gjøvik AS	Valldal høvleri AS	
Tema eiendomsselskap AS	Valle sparebank	
Teneo data AS	Vann og varme AS	
Terra forsikring AS	Varner-gruppen AS	
Thon Hotel Arendal	Vefsn kommune	
Thon Hotel Bergen brygge	Verdal kommune	
TI Group Automotive Systems AS		
Time kommune		



## Oversikt over rentemøter i Norges Bank med endringer i styringsrenten

Dato	Styringsrente <sup>1)</sup>	Endring
23. juni 2010		
5. mai 2010		
<b>24. mars 2010</b>	<b>1,75</b>	<b>0</b>
3. februar 2010	1,75	0
16. desember 2009	1,75	+0,25
28. oktober 2009	1,50	+0,25
23. september 2009	1,25	0
12. august 2009	1,25	0
17. juni 2009	1,25	-0,25
6. mai 2009	1,50	-0,50
25. mars 2009	2,00	-0,50
4. februar 2009	2,50	-0,50
17. desember 2008	3,00	-1,75
29. oktober 2008	4,75	-0,50
15. oktober 2008	5,25	-0,50
24. september 2008	5,75	0
13. august 2008	5,75	0
25. juni 2008	5,75	+0,25
28. mai 2008	5,50	0
23. april 2008	5,50	+0,25
13. mars 2008	5,25	0
23. januar 2008	5,25	0
12. desember 2007	5,25	+0,25
31. oktober 2007	5,00	0
26. september 2007	5,00	+0,25
15. august 2007	4,75	+0,25
27. juni 2007	4,50	+0,25
30. mai 2007	4,25	+0,25
25. april 2007	4,00	0
15. mars 2007	4,00	+0,25
24. januar 2007	3,75	+0,25
13. desember 2006	3,50	+0,25
1. november 2006	3,25	+0,25

<sup>1)</sup> Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank. Styringsrenten danner et gulv for rentene i pengemarkedet. Ved å styre bankenes tilgang til likviditet sørger sentralbanken for at rentene i den kortsiktige delen av pengemarkedet normalt ligger like over styringsrenten.

## Tabell 1 Makroøkonomiske hovedstørrelser

Prosentvis vekst fra året før/ kvartalet før	BNP	BNP F-Norge	Privat konsum	Offentlig konsum	Brutto- investeringer F-Norge	Petroleums- investeringer <sup>1)</sup>	Eksport F-Norge <sup>2)</sup>	Import
2006	2,3	4,9	4,8	1,9	11,9	4,3	8,5	8,4
2007	2,7	5,6	5,4	3,0	15,7	6,3	8,8	8,6
2008	1,8	2,2	1,3	4,1	1,0	3,7	4,1	2,2
2009	-1,5	-1,5	0,0	5,2	-12,1	6,4	-5,8	-9,7
2009 <sup>3)</sup>								
1. kv	-0,7	-0,9	-0,2	2,0	-8,8	13,5	-6,4	-7,4
2. kv	-1,2	0,1	1,0	1,5	1,1	-8,5	1,5	1,9
3. kv	0,5	0,3	1,2	1,2	-5,2	-7,2	4,0	0,9
4. kv	0,1	0,3	1,3	0,1	0,1	4,2	1,9	2,6
Nivå 2009, mrd. kroner	2408	1854	1012	535	360	136	415	658

<sup>1)</sup> Utvinning og rørtransport

<sup>2)</sup> Tradisjonelle varer, reisetrafikk og annen tjenesteeksport fra Fastlands-Norge

<sup>3)</sup> Sesongjusterte kvartalstall

Kilde: Statistisk sentralbyrå

## Tabell 2 Konsumpriser

Årlig vekst/ Tolv måneders- vekst i prosent	KPI	KPI-JAE <sup>1)</sup>	KPIXE <sup>2)</sup>	KPI-JA <sup>3)</sup>	KPI-JE <sup>4)</sup>	HKPI <sup>5)</sup>
2006	2,3	0,8	1,2	2,0	1,0	2,5
2007	0,8	1,4	1,9	0,5	1,6	0,7
2008	3,8	2,6	3,1	3,9	2,5	3,4
2009	2,1	2,6	2,6	2,1	2,7	2,3
2010						
jan	2,5	2,3	2,4	2,6	2,4	2,7
feb	3,0	1,9	2,1	3,0	1,8	3,1

<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

<sup>2)</sup> KPIXE: KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energiprisene. Se *Staff Memo 2008/7* og *Staff Memo 2009/3* fra Norges Bank for en nærmere beskrivelse av KPIXE

<sup>3)</sup> KPI-JA: KPI justert for avgiftsendringer

<sup>4)</sup> KPI-JE: KPI uten energivarer

<sup>5)</sup> HKPI: Harmonisert konsumprisindeks. Indeksen er basert på internasjonale kriterier utarbeidet av EUROSTAT.

Kilde: Statistisk sentralbyrå og Norges Bank

## Tabell 3 Anslag på makroøkonomiske hovedstørrelser

	Milliarder kroner	Prosentvis endring fra foregående år (der ikke annet fremgår)				
		Anslag				
		2009	2009	2010	2011	2012
<b>Priser og lønninger</b>						
KPI		2,1	2½	1¾	2½	2½
KPI-JAE <sup>1)</sup>		2,6	1½	2	2½	2½
KPIXE <sup>2)</sup>		2,6	1¾	2	2½	2½
Årslønn <sup>3)</sup>		4,1	3¾	4¼	4¾	4¾
<b>Realøkonomi</b>						
BNP	2408	-1,5	1¼	1½	2	1¼
BNP for Fastlands-Norge	1854	-1,5	2¼	2¾	2½	2¼
Produksjonsgap for Fastlands-Norge <sup>4)</sup>		-1	-¾	-¼	-¼	0
Sysselsetting, personer		-0,4	0	¾	1	½
Arbeidsstyrke, AKU		0	¼	¾	¾	½
AKU-ledighet (rate)		3,2	3¾	3¾	3½	3½
Registrert ledighet		2,7	3	3	2¾	2¾
<b>Etterspørsel</b>						
Etterspørsel fra Fastlands-Norge <sup>5)</sup>	1907	-1,2	3	4¼	3¼	2¼
- Privat konsum	1012	0	5	4¼	3	2½
- Offentlig konsum	535	5,2	3	2¼	.	.
- Bruttoinvesteringer i Fastlands-Norge	360	-12,1	-2	8	.	.
Petroleumsinvesteringer <sup>6)</sup>	136	6,4	-4½	-1½	6½	2¾
Eksport fra Fastlands-Norge <sup>7)</sup>	415	-5,8	5¼	3	.	.
Import	658	-9,7	5	6	.	.
<b>Rente og valutakurs</b>						
Styringsrente (nivå) <sup>8)</sup>		1,8	2	2¾	4	4½
Importveid valutakurs (I-44) <sup>9)</sup>		93,8	89	91	92	93

<sup>1)</sup> KPI-JAE: KPI justert for avgiftsendringer og uten energivarer

<sup>2)</sup> KPIXE: KPI justert for avgiftsendringer og uten midlertidige endringer i energipriser. Se *Staff Memo* 2008/7 og *Staff Memo* 2009/3 fra Norges Bank for omtale av KPIXE

<sup>3)</sup> Årslønnsveksten er basert på TBUs definisjoner og beregninger

<sup>4)</sup> Produksjonsgapet måler den prosentvise forskjellen mellom BNP for Fastlands-Norge og anslått potensielt BNP for Fastlands-Norge

<sup>5)</sup> Privat og offentlig konsum og brutto realinvesteringer i Fastlands-Norge

<sup>6)</sup> Utvinning og rørtransport

<sup>7)</sup> Tradisjonelle varer, reisetraffikk og annen tjenesteeksport fra Fastlands-Norge

<sup>8)</sup> Styringsrenten er renten på bankenes innskudd i Norges Bank

<sup>9)</sup> Nivå. Vektene er beregnet på grunnlag av import fra 44 land, som dekker 97 prosent av total import

• Anslag foreligger ikke

Kilder: Statistisk sentralbyrå, Det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) og Norges Bank



Pengepolitisk rapport nr. 1 - mars  
**2010**